



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

Ekonomski bilten

številka 2/2025



Vsebina

Ekonomska, finančna in denarna gibanja	2
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	8
2 Gospodarska aktivnost	14
3 Cene in stroški	21
4 Gibanja na finančnih trgih	28
5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja	34
6 Javnofinančna gibanja	40
Okvirji	44
1 Podjetniške naložbe: zakaj euroobmočje zaostaja za ZDA?	44
2 Je izvoz euroobmočja zamudil tehnološki vlak?	50
3 Naraščajoče energijske potrebe umetne inteligence in njen vpliv na cene surovin	57
4 Napovedovanje povpraševanja po delovni sili v euroobmočju na podlagi telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov	61
5 Gibanje najemnin v euroobmočju: ugotovitve iz ankete o pričakovanih gospodinjestev	65
6 Relativno gibanje inflacije v skupini blaga in v skupini storitev	72
7 Kako banke in podjetja zaznavajo pogoje kreditiranja v euroobmočju: primerjava na podlagi anket ECB	77
8 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 23. oktobra 2024 do 4. februarja 2025	82
Članek	88
1 Developments in the recent euro area house price cycle	88
Box 1 The fundamental drivers of euro area house prices	100
Box 2 The relation between rental and house prices: how indicative is this for the euro area?	102
Statistični podatki	S1

Ekonomska, finančna in denarna gibanja

Povzetek

Svet ECB je na seji 6. marca 2025 sklenil, da vse tri ključne obrestne mere ECB zniža za 25 bazičnih točk. Odločitev o znižanju obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita – obrestne mere, s katero Svet ECB usmerja naravnost denarne politike – temelji na posodobljeni oceni inflacijskih obetov, dinamike osnovne inflacije in intenzivnosti transmisije denarne politike.

Proces dezinflacije se nadaljuje v skladu s pričakovanji. Inflacija se še naprej giblje približno v skladu s pričakovanji strokovnjakov, marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje pa tesno sledijo prejšnjim inflacijskim obetom. Strokovnjaki sedaj napovedujejo, da bo skupna inflacija v povprečju znašala 2,3% v letu 2025, 1,9% v letu 2026 in 2,0% v letu 2027. Popravek skupne inflacije navzgor v letu 2025 je posledica močnejše dinamike cen energentov. Inflacija brez energentov in hrane bo po projekcijah v povprečju znašala 2,2% v letu 2025, 2,0% v letu 2026 in 1,9% v letu 2027.

Večina meril osnovne inflacije nakazuje, da se bo inflacija vzdržno ustalila na ravni okrog 2-odstotnega srednjeročnega cilja Sveta ECB. Domača inflacija ostaja visoka, kar je predvsem posledica dejstva, da se plače in cene v nekaterih sektorjih še vedno s precejšnjim zamikom prilagajajo preteklemu skokovitemu porastu inflacije. Po drugi strani se rast plač umirja, kot je bilo pričakovano, dobički pa deloma blažijo njihov vpliv na inflacijo.

Denarna politika postaja pomenljivo manj restriktivna, saj rezi ključnih obrestnih mer prispevajo k temu, da je zadolževanje za podjetja in gospodinjstva manj drago, rast posojil pa se krepi. Obenem nadaljnjo blažitev pogojev financiranja zavirajo pretekli dvigi obrestnih mer, ki se še vedno prenašajo v obstoječi obseg kreditov, medtem ko obseg posojanja na splošno ostaja umirjen. Gospodarstvo se sooča z nadaljnjimi izzivi, zato so strokovnjaki projekcije rasti zopet popravili navzdol, in sicer na 0,9% za leto 2025, 1,2% za leto 2026 in 1,3% za leto 2027. Popravki navzdol za leti 2025 in 2026 so odraz nižjega izvoza in nadaljnjih šibkih naložb, kar deloma izhaja iz velike trgovinske negotovosti ter širše negotovosti glede ekonomskih politik. Glavni dejavniki, ki bodo poganjali pričakovano okrepitev povpraševanja v prihodnje, so vse višji realni dohodki in postopno vse manjši vpliv preteklih dvigov ključnih obrestnih mer.

Svet ECB je odločen zagotoviti, da se bo inflacija vzdržno stabilizirala na ciljni 2-odstotni ravni v srednjeročnem obdobju. Zlasti v sedanjih razmerah vse večje negotovosti se bo o ustrezni naravnosti denarne politike odločal na podlagi podatkov in na vsaki seji posebej. Tako bo pri sklepih o obrestnih merah izhajal iz ocene inflacijskih obetov, v kateri bo upošteval nove ekonomske in finančne podatke, dinamiko osnovne inflacije in intenzivnost transmisije denarne politike. Svet ECB se glede ravni ključnih obrestnih mer ne zavezuje vnaprej.

Gospodarska aktivnost

Gospodarstvo v euroobmočju je v zadnjem četrtletju 2024 zabeležilo skromno rast. V prvih dveh mesecih leta 2025 so se številni vzorci iz prejšnjega leta nadaljevali. Predelovalne dejavnosti še vedno zavirajo rast, čeprav se anketni kazalniki izboljšujejo. Zaradi velike negotovosti, tako doma kot tudi v tujini, podjetja niso pripravljena investirati, medtem ko izzivi na področju konkurenčnosti zavirajo izvoz. Obenem ostajajo storitve odporne. Polega tega vse višji dohodki gospodinjestev in močan trg dela podpirajo postopno krepitev potrošnje, kljub temu da je zaupanje potrošnikov še vedno šibko in stopnja varčevanja visoka.

Stopnja brezposelnosti je januarja 2025 ostala na zgodovinsko nizki ravni (6,2%), medtem ko se je zaposlenost v zadnjem četrtletju 2024 po ocenah zvišala za 0,1%. Vseeno se je povpraševanje po delovni sili umirilo, novejši anketni podatki pa nakazujejo, da je bila rast zaposlenosti v prvih dveh mesecih leta 2025 oslABLJENA.

Vztrajno velika negotovost glede geopolitičnih dogajanj in ekonomskih politik bo po pričakovanjih zavirala gospodarsko rast v euroobmočju, še posebno rast naložb in izvoza, ter upočasnila pričakovano okrevanje. Pred tem je bila ob koncu leta 2024 rast rahlo šibkejša od pričakovane. Negotovost je velika tako glede domačih kot trgovinskih politik. Čeprav osnovna projekcija vključuje samo vpliv novih carin na trgovinsko menjavo med ZDA in Kitajsko, se predpostavlja, da bodo negativni učinki negotovosti glede možnih nadaljnjih sprememb v svetovnih trgovinskih politikah, predvsem v razmerju do Evropske unije, zavirali izvoz in naložbe euroobmočja. To bo skupaj z vztrajnimi izzivi na področju konkurenčnosti po ocenah privedlo do nadaljnjega zmanjšanja deleža euroobmočja na izvoznih trgih. Kljub zaviralnim dejavnikom pa so še vedno izpolnjeni pogoji za ponovno krepitev rasti BDP v euroobmočju v obdobju projekcij. Zviševanje realnih plač in zaposlenosti bo ob močnem trgu dela, ki se sicer ohlaja, predvidoma podpiralo okrevanje, pri katerem bo potrošnja še naprej ključno prispevala k rasti. Domače povpraševanje naj bi podpirala tudi ublažitev pogojev financiranja, kot nakazujejo tržna pričakovanja o prihodnjem gibanju obrestnih mer. Trg dela naj bi ostati odporen, pri čemer naj bi stopnja brezposelnosti v letu 2025 v povprečju predvidoma znašala 6,3%, v letu 2027 pa naj bi se rahlo znižala na 6,2%. Ker so začeli popuščati nekateri ciklični dejavniki, zaradi katerih se je v zadnjem času znižala produktivnost, se bo ta v obdobju projekcij po pričakovanjih okrepila, čeprav strukturni izzivi ostajajo. Gledano v celoti naj bi povprečna letna realna rast BDP v letu 2025 znašala 0,9%, nato pa se bo okrepila na 1,2% v letu 2026 in 1,3% v letu 2027. V primerjavi z lanskimi decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje so bili obeti za rast BDP popravljeni za 0,2 odstotne točke navzdol za leti 2025 in 2026, za leto 2027 pa ostajajo nespremenjeni. Slabši obeti so predvsem posledica popravkov navzdol pri izvozu in v manjši meri pri naložbah, kar odraža večji vpliv negotovosti, kot je bilo sprva predvideno, ter pričakovanja, da bodo izzivi na področju konkurenčnosti najverjetneje vztrajali dlje, kot je bilo pričakovano.

Javnofinančne in strukturne politike bi morale prispevati k temu, da bo gospodarstvo bolj produktivno, konkurenčno in odporno. Kompas za konkurenčnost, ki ga je pripravila Evropska komisija, predstavlja konkreten akcijski načrt, katerega predloge

bi bilo treba hitro sprejeti. Vlade bi morale zagotoviti vzdržne javne finance v skladu z okvirom ekonomskega upravljanja v EU ter se prednostno osredotočiti na bistvene strukturne reforme, ki povečujejo rast, in strateške investicije.

Inflacija

Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija februarja 2025 dosegla 2,4%, potem ko je januarja znašala 2,5%, decembra 2024 pa 2,4%. Inflacija v skupini energentov se je upočasnila na 0,2%, potem ko je bilo zabeleženo visoko zvišanje z 0,1% v decembru na 1,9% v januarju. Nasprotno se je inflacija v skupini hrane zvišala na 2,7%, potem ko je januarja znašala 2,3% in decembra 2,6%. Inflacija v skupini proizvodov se je rahlo povečala na 0,6%, inflacija v skupini storitev pa se je znižala na 3,7%, potem ko je januarja znašala 3,9% in decembra 4,0%.

Večina kazalnikov osnovne inflacije nakazuje vzdržno vrnitev inflacije na raven 2-odstotnega srednjeročnega cilja Sveta ECB. Domača inflacija, ki tesno sledi storitveni inflaciji, se je januarja 2025 znižala, vendar ostaja visoka, saj se plače in cene nekaterih storitev še vedno s prejšnjim zamikom prilagajajo močnemu zvišanju inflacije v prejšnjih obdobjih. Obenem zadnja pogajanja o plačah kažejo na nadaljnje umirjanje pritiskov s strani stroškov dela.

Skupna inflacija se je v zadnjih mesecih zvišala, vendar se bo po projekcijah tekom leta 2025 malenkostno umirila, nato pa se bo znižala in se bo od prvega četrtrletja 2026 gibala na ravni okrog 2-odstotnega inflacijskega cilja Sveta ECB. Na začetku obdobja projekcij bodo navzgor delujoči bazni učinki v skupini energentov in višja rast cen hrane predvidoma večinoma izravnali zaviralne učinke, ki izhajajo iz znižanja inflacije brez energentov in hrane. Zvišanje cen energetskih surovin ob prelomu leta se bo preneslo v medletno stopnjo rasti cen energentov v letu 2025. Čeprav se predpostavlja, da se bodo cene nafte in plina zniževale skladno s terminskimi cenami, bo stopnja inflacije v skupini energentov v celotnem obdobju projekcij najverjetneje še naprej pozitivna, a nižja od dolgoročnega povprečja. Leta 2027 naj bi se inflacija v skupini energentov zvišala zaradi uvedbe novih ukrepov za blažitev podnebnih sprememb. Inflacija v skupini hrane se bo po projekcijah zviševala do sredine leta 2025, predvsem zaradi nedavnega močnega porasta cen prehranskih surovin, nato pa se bo znižala in bo leta 2027 v povprečju znašala 2,2%. Inflacija brez energentov in hrane bo po pričakovanjih začela upadati na začetku leta 2025, ko bodo zapoznili cenovni učinki popustili, se bodo plačni pritiski zmanjšali in se bo vpliv preteklega zaostrovanja denarne politike še naprej prelival v cene življenjskih potrebščin. K upadu inflacije brez energentov in hrane bo po pričakovanjih prispevalo predvsem znižanje inflacije v skupini storitev – ki je bila doslej razmeroma vztrajna. Gledano v celoti se bo inflacija brez energentov in hrane po projekcijah umirila z 2,2% v letu 2025 na 1,9% v letu 2027. Rast plač naj bi se še naprej zniževala s sedanje še vedno povišane ravni, ko bodo popuščali pritiski, povezani s kompenziranjem inflacije. To bo skupaj s pričakovanim okrevanjem rasti produktivnosti predvidoma privedlo do precej počasnejše rasti stroškov dela na enoto proizvoda. Zato bodo domači cenovni pritiski predvidoma še naprej popuščali, pri čemer bodo profitne marže v obdobju projekcij okrevale. Zunanji cenovni pritiski,

kot se odražajo v uvoznih cenah, bodo po pričakovanjih ostali umirjeni ob predpostavki, da bodo carinske politike EU ostale nespremenjene. V primerjavi z decembrskimi projekcijami so bili obeti glede skupne inflacije za leto 2025 popravljene za 0,2 odstotne točke navzgor zaradi predpostavk o višjih cenah energetskih surovin in zaradi depreciacije eura, medtem ko so bili za leto 2027 popravljene malenkostno navzdol zaradi malce slabših obetov glede skupine energentov na koncu obdobja projekcij.

Če povzamemo, zaradi predpostavke o višji inflaciji v skupini energentov so strokovnjaki projekcijo skupne inflacije za leto 2025 popravili navzgor. Obenem strokovnjaki pričakujejo, da se bo osnovna inflacija še naprej upočasnjevala, saj se pritiski s strani stroškov dela nadalje umirjajo in preteklo zaostrovanje denarne politike še naprej zavira cene. Večina meril dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj je še vedno na ravni okrog 2%. Vsi omenjeni dejavniki bodo prispevali k vzdržni vrnitvi inflacije na ciljno raven Sveta ECB.

Ocena tveganj

Tveganja za gospodarsko rast so še vedno nagnjena navzdol. Stopnjevanje trgovinskih napetosti bi lahko povzročilo nižjo rast v euroobmočju, saj zavira izvoz in hromi svetovno gospodarstvo. Sedanja negotovost glede svetovnih trgovinskih politik bi lahko zavrla investicije. Pomemben vir negotovosti ostajajo tudi geopolitične napetosti, kot sta ruska neupravičena vojna proti Ukrajini in tragični konflikt na Bližnjem vzhodu. Rast bi bila lahko nižja, če bodo zapoznili učinki zaostrovanja denarne politike trajali dlje, kot se pričakuje. Po drugi strani bi bila lahko rast višja, če bodo blažji pogoji financiranja in vse nižja inflacija omogočili hitrejši odboj domače potrošnje in naložb. K rasti bi lahko prispevalo tudi povečanje izdatkov za obrambo in infrastrukturo.

Negotovost glede inflacijskih obetov v euroobmočju dodatno krepijo vse večja trenja v svetovni trgovinski menjavi. Ob splošnem stopnjevanju trgovinskih napetosti bi lahko prišlo do depreciacije eura in zvišanja uvoznih stroškov, s čimer bi se okrepili pritiski na rast inflacije. Po drugi strani bi lahko nižje povpraševanje po izvozu euroobmočja zaradi višjih carin in preusmerjanje izvoza v euroobmočje iz držav s presežnimi zmogljivostmi povzročila pritiske na znižanje inflacije. Geopolitične napetosti ustvarjajo dvostranska inflacijska tveganja, kar zadeva energetske trge, zaupanje potrošnikov in podjetniške investicije. Zaradi ekstremnih vremenskih pojavov ter splošnejšega napredovanja podnebne krize bi se lahko cene hrane zvišale bolj, kot se pričakuje. Inflacija bi bila lahko višja, če bi se plače ali dobički povečali bolj, kot se pričakuje. K zvišanju inflacije bi lahko prek vpliva na agregatno povpraševanje prispevala tudi okrepitev izdatkov za obrambo in infrastrukturo. Vseeno pa bi bila lahko inflacija tudi nižja, če bi denarna politika bolj zavrla povpraševanje, kot je pričakovano.

Finančne in denarne razmere

Tržne obrestne mere v euroobmočju so se od seje Sveta ECB, ki je potekala 30. januarja 2025, znižale, vendar so se v obdobju pred sejo 6. marca zvišale zaradi spremenjenih obetov glede javnofinančne politike. Rezi ključnih obrestnih mer postopoma prispevajo k temu, da postaja zadolževanje za podjetja in gospodinjstva manj drago, rast posojil pa se krepi. Obenem nadaljnjo blažitev pogojev financiranja zavirajo pretekli dvigi obrestnih mer, ki se še vedno prenašajo v obstoječi obseg kreditov, medtem ko obseg posojanja na splošno ostaja umirjen.

Povprečna obrestna mera za nova posojila podjetjem se je znižala s 4,4% v decembru 2024 na 4,2% v januarju 2025. Nasprotno so se stroški, ki jih imajo podjetja z izdajanjem dolžniških vrednostnih papirjev, zvišali na 3,7%, kar je 0,2 odstotne točke nad decembrsko ravni. V istem obdobju se je povprečna obrestna mera za nova hipotekarna posojila znižala s 3,4% na 3,3%.

Rast bančnega posojanja podjetjem se je januarja ob umirjanju mesečnega toka novih posojil okrepila na 2,0%, potem ko je decembra znašala 1,7%. Rast obsega dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdala podjetja, se je medletno povečala na 3,4%. Hipotekarno posojanje se je še naprej postopno povečevalo, vendar je rast na splošno ostala šibka in na medletni ravni znašala 1,3%.

Sklepi o denarni politiki

Obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, operacije glavnega refinanciranja in odprto ponudbo mejnega posojila so bile znižane na 2,50%, 2,65% oziroma 2,90%, z začetkom veljavnosti 12. marca 2025.

Portfelja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji se zmanjšujeta postopno in predvidljivo, saj je Eurosistem prenehal ponovno investirati plačila glavnice zapadlih vrednostnih papirjev.

Zaključek

Svet ECB je na seji 6. marca 2025 sklenil, da vse tri ključne obrestne mere ECB zniža za 25 bazičnih točk. Odločitev o znižanju obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita – obrestne mere, s katero Svet ECB usmerja naravnost denarne politike – temelji na posodobljeni oceni inflacijskih obetov, dinamike osnovne inflacije in intenzivnosti transmisije denarne politike. Svet ECB je odločen zagotoviti, da se bo inflacija vzdržno stabilizirala na ciljni 2-odstotni ravni v srednjeročnem obdobju. Zlasti v sedanjih razmerah vse večje negotovosti se bo o ustrezni naravnosti denarne politike odločal na podlagi podatkov in na vsaki seji posebej. Tako bo pri sklepih o obrestnih merah izhajal iz ocene inflacijskih obetov, v kateri bo upošteval nove ekonomske in finančne podatke, dinamiko osnovne inflacije

in intenzivnost transmisije denarne politike. Svet ECB se glede ravni ključnih obrestnih mer ne zavezuje vnaprej.

V vsakem primeru je Svet ECB v okviru svojega mandata pripravljen prilagoditi vse instrumente, da bi zagotovil vzdržno stabilizacijo inflacije na ciljni ravni v srednjeročnem obdobju ter ohranil nemoteno delovanje transmisije denarne politike.

1 Zunanje okolje

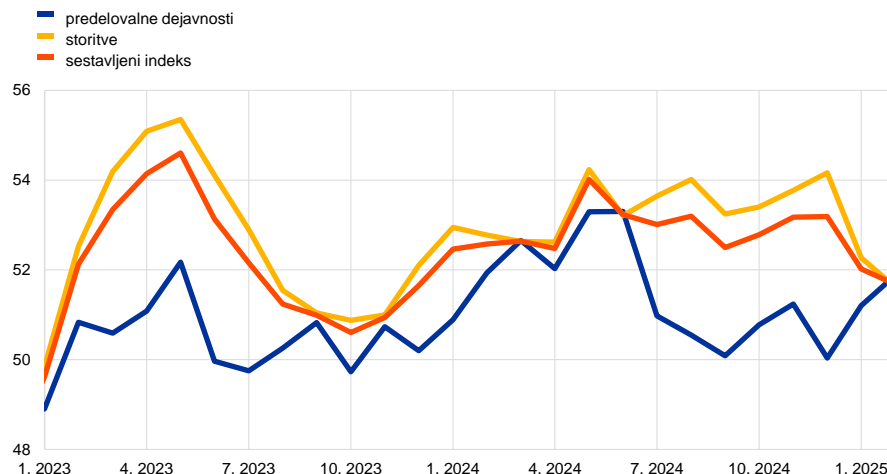
V obravnavanem obdobju od 30. januarja do 5. marca je svetovna gospodarska aktivnost ostala stabilna, čeprav sedanje trgovinske politike ZDA napovedujejo močnejše zaviralne dejavnike v prihodnjem obdobju. Rast svetovne trgovinske menjave se je konec leta 2024 upočasnila, ameriške carine pa ogrožajo obstoječe trgovinske povezave. Zaradi nedavno uvedenih ameriških carin in povečane negotovosti glede trgovinskih politik so bili obeti za svetovno rast in trgovinsko menjavo, predstavljeni v marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje, popravljeni navzdol. Skupna inflacija v državah OECD se je zaradi podražitev energentov in hrane rahlo zvišala, osnovna inflacija pa se je še naprej zniževala. V glavnih razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstvih se bo skupna inflacija v obdobju projekcij (2025–2027) predvidoma še naprej postopno zniževala, vseeno pa je bila za leto 2025 napoved skupne inflacije popravljena navzgor, da se upošteva prenos carin na cene življenjskih potrebščin v ZDA in v manjši meri na Kitajskem. Na splošno so obeti zaradi nedavno objavljenih ameriških politik postali precej bolj negotovi.

Rast svetovne gospodarske aktivnosti je ob prelomu leta ostala stabilna, v prihodnje pa so možni močnejši zaviralni dejavniki zaradi nedavnih sprememb v naravnosti trgovinske politike ZDA. Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost (brez euroobmočja) je še vedno v pozitivnem območju, vendar se je februarja 2025 znižal zaradi upočasnitve v storitvenih dejavnostih (graf 1), ki so sicer v drugi polovici leta 2024 največ prispevale k rasti. Zaupanje se je v storitvenih dejavnostih poslabšalo v vseh večjih gospodarstvih, najbolj izrazito pa v ZDA. Gledano v celoti najnovejši model strokovnjakov ECB za kratkoročno napovedovanje svetovnega BDP, ki poleg indeksov PMI vključuje tudi širok nabor makroekonomskih kazalnikov, še naprej napoveduje, da se bo rast v prvem četrtletju 2025 nadaljevala po medčetrletni stopnji okrog 1,0%. Kljub temu so se obeti za rast v bližnji prihodnosti poslabšali zaradi nedavnih sprememb trgovinske politike ZDA. Te ne pomenijo le uvedbe novih carin za Kitajsko, ampak tudi povečanje negotovosti na področju trgovinskih politik, kar bo predvidoma zaviralo svetovne naložbe.

Graf 1

Svetovni PMI za gospodarsko aktivnost (brez euroobmočja)

(indeksi razpršitve)



Viri: S&P Global Market Intelligence in izračuni strokovnjakov ECB.
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2025.

Rast svetovne gospodarske aktivnosti bo predvidoma ostala umirjena in se bo v obdobju projekcij rahlo upočasnila. Svetovni realni BDP se bo po projekcijah v letu 2025 povečal za 3,4%, nato pa naj bi se rast v obdobju 2026–2027 upočasnila na 3,2%. Čeprav sta natančen časovni potek in velikost nedavno napovedanih sprememb ameriške trgovinske politike še vedno nejasna, so v marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB vključene carine, ki so jih ZDA uvedle na uvoz iz Kitajske (začetek veljave 4. februarja, t.j. pred presečnim datumom projekcij 19. februarjem 2025) ter povračilni ukrepi Kitajske.¹ V primerjavi z decembrskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema je bila svetovna rast za leti 2025 in 2026 popravljena za 0,1 odstotne točke navzdol, ker se pričakuje, da bodo novo uvedene carine in večja negotovost glede trgovinskih politik zavirale aktivnost. Rahlo zmanjšanje svetovne rasti BDP, ki se pričakuje v obdobju 2026–2027, odraža počasnejšo rast na Kitajskem ob neugodni demografski dinamiki in v ZDA zaradi negativnega srednjeročnega učinka ameriških politik (npr. manjšega priseljevanja).² V svetovnih obetih prevladujejo navzdol usmerjena tveganja, ki izhajajo iz grožnje višjih ameriških carin (npr. dajatev na jeklo in aluminij ter carin na uvoz iz Kanade, Mehike in Evropske unije) ter iz prevladujočih geopolitičnih napetosti.

Rast svetovne trgovinske menjave se je ob koncu leta 2024 umirila. Po projekcijah se bo še nadalje upočasnila zaradi vpliva carin, povečane negotovosti na področju trgovinskih politik, manj ugodne sestave povpraševanja in konca obdobja hitenja z uvozom. Medtem ko v prvem četrtletju 2025 dinamiko svetovne trgovinske menjave podpirata blago izboljšanje

¹ ZDA so 1. februarja 2025 napovedale 10 odstotnih točk dodatnih carin na vse kitajske proizvode, kar predstavlja velik korak v sedanjem trgovinskem sporu. Kot protiukrep je Kitajska uvedla carine za 80 ameriških proizvodov, med drugim za utekočinjeni zemeljski plin, premog in kmetijsko opremo, s čimer se je efektivna carinska stopnja na uvoz iz ZDA zvišala za 1 odstotno točko. Ameriške carine na kitajski uvoz so začele veljati 4. februarja, kitajske povračilne carine pa 10. februarja. Poleg tega je Kitajska sprejela prepoved izvoza kritičnih kovin, kot sta telur in tungsten, ki je prav tako začela veljati 4. februarja.

² Glej [makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB iz marca 2025](#).

razpoloženja v predelovalnih dejavnostih in povečevanje industrijske proizvodnje, so ob prelomu leta rast svetovne gospodarske aktivnosti poganjale predvsem komponente z nizko trgovinsko intenzivnostjo, tj. državna in zasebna potrošnja. Poleg tega se pričakuje, da bosta naložbe v prihodnje zavirala povečana negotovost glede trgovinskih politik in počasnejša normalizacija denarne politike v ZDA, kar nesorazmerno močno prizadeva trgovinsko menjavo, saj so naložbe praviloma zelo trgovinsko intenzivne. V letu 2025, ko bodo začele veljati carine, se bo predvidoma postopno končevalo tudi hitenje z uvozom, ki je podpiralo svetovno trgovinsko menjavo v letu 2024, ko so predvsem podjetja v ZDA zaradi možnosti, da bo prišlo do motenj v trgovinski menjavi, ustvarjala zaloge uvoženih vmesnih proizvodov. Delno iztekanje hitenja z uvozom bo na povpraševanje vplivalo tudi tekom leta 2025, in sicer predvsem v razvitih gospodarstvih, ki so v letu 2024 hitela z uvozom iz nastajajočih trgov. Kot zadnje, na trgovinske tokove bodo v obdobju projekcij močno vplivale obojestranske carine med ZDA in Kitajsko, zato sta v marčnih projekcijah uvoz in izvoz za vsako od teh dveh držav v obdobju 2025–2027 močno popravljena navzdol za kumulativno 1,0–1,5 odstotne točke. Spričo vseh teh dejavnikov je v projekcijah predvideno, da se bo rast zunanjega povpraševanja po izvozu euroobmočja umirila s 3,4% v letu 2024 na 3,2% v letu 2025 ter na 3,1% v letih 2026 in 2027, kar pomeni precejšnje popravke navzdol v primerjavi z decembrskimi projekcijami.

Stopnjevanje trgovinskih napetosti ogroža delovanje obstoječih trgovinskih mrež. Obe za trgovinsko menjavo so negotovi, saj bi protekcionizem lahko močno oviral čezmejne tokove. Ameriške carine za Kanado in Mehiko bi prizadele približno eno tretjino skupnega ameriškega uvoza blaga in okrog tri četrtine vsega blaga, ki ga izvažata Kanada in Mehika, vpliv carin pa bi se verjetno še okrepil zaradi medsebojno povezanih dobavnih verig v Severni Ameriki.³ Ameriška vlada je 10. februarja napovedala 25-odstotne carine za uvoz jekla in aluminija, ki naj bi začele začela veljati 12. marca.⁴ Kljub majhnemu deležu tega blaga v amerškem uvozu (2%) se pričakuje, da bodo negativne posledice občutili ameriški potrošniki in industrije, ki se nahajajo v poznejših fazah dobavne verige (npr. avtomobilska industrija). Poleg tega je predsednik Trump 12. februarja svojim svetovalcem naročil, naj pripravijo celovit načrt za recipročne carine, 18. februarja pa je napovedal svetovne carine na avtomobile, farmacevtske izdelke in polprevodnike. 21. februarja se je zavzel za revizijo carin trgovinskih partneric na digitalne storitve ZDA, 26. februarja je napovedal 25-odstotne carine na evropski uvoz, 27. februarja pa dodatno 10-odstotno dajatev za Kitajsko.

Skupna inflacija se je v državah OECD zvišala, rahlo pa se je okrepila tudi osnovna inflacija. Januarja 2025 se je medletna stopnja rasti indeksa cen življenjskih potrebščin (CPI) v državah OECD (brez Turčije) zvišala na 3,0%, potem

³ Ameriške carine na Kanado in Mehiko so bile sprejete z izvršnim ukazom z dne 1. februarja 2025, vendar naj bi začele veljati šele 4. februarja. Izvajanje je bilo zatem odloženo za en mesec (do 4. marca). 6. marca je ameriška vlada objavila začasen odlog carin do 2. aprila 2025 za blago, ki je zajeto v sporazumu med ZDA, Mehiko in Kanado (USMCA).

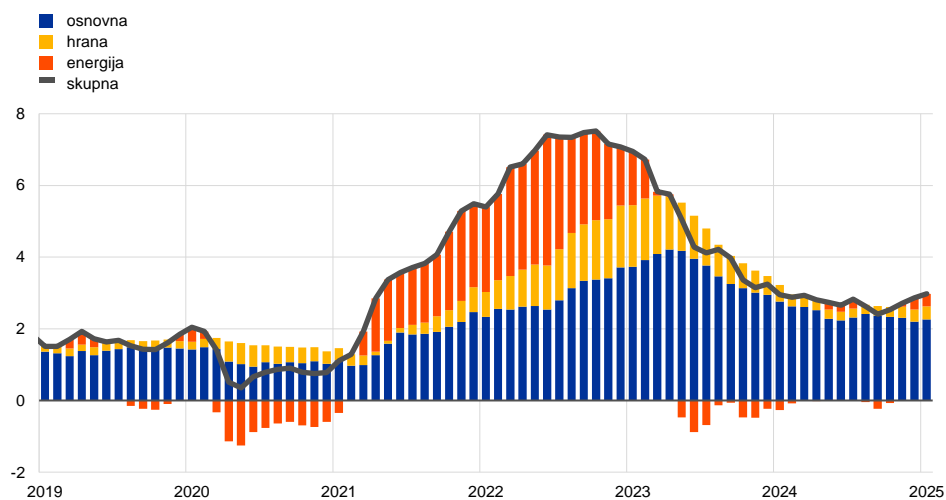
⁴ Ti dve novi napovedi predvidevata ponovno uvedbo celotne 25-odstotne carinske stopnje na jeklo in zvišanje carinske stopnje za aluminij z 10% na 25%. V ta namen je ameriška vlada preklicala vse izjeme, ki so bile odobrene med Trumpovim prvim predsedniškim mandatom. To pomeni, da bodo te nove ameriške carine verjetno najbolj prizadele države, ki so izpogajale izjeme. Poleg tega so bile 25-odstotne carine razširjene na sekundarne proizvode, narejene iz jekla in aluminija.

ko je mesec prej znašala 2,9% (graf 2). K temu zvišanju so nekoliko prispevale višje cene energentov, medtem ko je prispevek cen hrane na splošno ostal stabilen. Osnovna inflacija po CPI, ki izključuje cene energentov in hrane, se je rahlo zvišala na 3,1%.

Graf 2

Inflacija, merjena z indeksom CPI, v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: OECD in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Agregat OECD izključuje Turčijo in je izračunan s uporabo letnih uteži indeksa CPI za države OECD. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2025.

Kljub nedavnemu zvišanju v državah OECD se bo inflacija po CPI v širši skupini razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstev v obdobju projekcij predvidoma še naprej zniževala. Čeprav se zdi, da je proces dezinflacije v državah OECD konec leta 2024 zastal, se v marčnih projekcijah pričakuje, da se bo v širši skupini razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstev inflacija po CPI postopno znižala s 4,2% v letu 2024 na 2,5% v letu 2027.⁵ Ohlajanje trga dela v vseh državah OECD bo predvidoma upočasnjevalo nominalno rast plač, zato se bo skupna inflacija lahko postopoma približevala ciljni ravni centralnih bank. V primerjavi z decembrskimi projekcijami se za leto 2025 zdaj pričakuje, da bo skupna inflacija po CPI v širši skupini razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstev višja zaradi prenosa carin na cene življenjskih potrebščin v ZDA in v manjši meri na Kitajskem. Za leti 2026 in 2027 je bila inflacija za vsa svetovna gospodarstva popravljena navzdol, saj vpliv carin na rast cen več kot izravnajo drugi dejavniki, predvsem popravki inflacije navzdol na Kitajskem zaradi trdovratne deflacije cen pri proizvajalcih, ki je posledica vztrajne presežne ponudbe.

V obravnavanem obdobju so se cene surove nafte Brent znižale za 5%, evropske cene plina pa za 12%. Zaskrbljenost glede vpliva trgovinskih sporov na svetovno gospodarsko aktivnost je cene nafte gnala navzdol, ta pritisk pa je še okrepilo nepričakovano povečanje zalog surove nafte v ZDA, kar bi lahko pomenilo, da je povpraševanje po nafti v ZDA šibkejše od pričakovanega. Evropske cene plina

⁵ Projekcije strokovnjakov ECB vključujejo širši sklop držav, zlasti velike nastajajoče trge (npr. Kitajska, Indija, Brazilija in Rusija), ki niso upoštevane v inflaciji OECD, merjeni z indeksom CPI.

so bile zelo volatilne in so se sprva zvišale zaradi nizkih temperatur in skromne proizvodnje energije iz obnovljivih virov, zaradi česar se je povečala poraba za ogrevanje in proizvodnjo električne energije. Po napovedi mirovnih pogajanj v Ukrajini so se promptne cene plina zatem spet znižale. Pritisk navzdol sta okrepila tudi milejše vreme in preusmerjanje tankerjev z utekočinjenim zemeljskim plinom v Evropo. Cene kovin so se zvišale za 2%, predvsem zaradi previdnostnih nakupov, ki so jih trgovci s sedežem v ZDA opravili po objavi napovedi 10. februarja o carinah za jeklo in aluminij ter groženj 25. februarja, da bodo uvedene dodatne dajatve za uvoz bakra. Nasprotno so se cene hrane za 2% znižale, saj je pri cenah kakava prišlo do manjše korekcije po strmem zvišanju proti koncu leta 2024 in v začetku leta 2025.

Za gospodarsko aktivnost v ZDA se v projekcijah predvideva, da bo v bližnji prihodnosti ostala trdna, k čemur bo največ prispevala močna rast potrošnje, čeprav se tveganja zaradi ameriških politik postopno kopičijo. K realni rasti BDP v četrtem četrtletju 2024 (0,6% medčetrtletno) je največ prispevala zasebna potrošnja, ki jo je poganjalo zvišanje realnega razpoložljivega dohodka, medtem ko so se podjetniške naložbe zmanjšale. V prvem četrtletju 2025 se je robustna gospodarska rast po najnovejši oceni strokovnjakov ECB nadaljevala po medčetrtletni stopnji 0,6%. Finančne omejitve, ki vplivajo na ameriške potrošnike, se očitno povečujejo, čeprav se zdi, da so posredni učinki na potrošnjo omejeni. Medtem ko se je stopnja neporavnavanja obveznosti za kreditne kartice dvignila nad povprečno raven izpred pandemije, ostaja število potrošniških zasegov in stečajev dolgoročno gledano nizko, stopnja odplačevanja dolga gospodinjstev pa je še vedno blizu ravni pred pandemijo. Poleg tega je največje povečanje primerov neporavnavanja obveznosti za kreditne kartice povezano z gospodinjstvi z nižjimi dohodki, ki predstavljajo samo 12% celotne zasebne potrošnje. Na nominalni strani je bila januarska inflacija po CPI sicer višja, kot je bilo pričakovano, vendar je v objavi inflacije nakazano tudi, da se bosta v bližnji verjetno zmanjšala tako skupni kot tudi osnovni indeks cen izdatkov za zasebno potrošnjo (PCE), k čemur bo prispevala tudi nedavna upočasnitev indeksa cen pri proizvajalcih (PPI). Gledano v celoti se glavni viri inflacije v ZDA ohlajajo, saj se kazalniki presežnega povpraševanja po delovni sili vztrajno zmanjšujejo proti ravnem izpred pandemije. Vseeno so inflacijski obeti še vedno dokaj negotovi, poleg tega pa bi nove vladne politike lahko še dodatno upočasnile postopno dezinflacijo, saj se bodo carine na ameriški uvoz po pričakovanih prenesle na cene življenjskih potrebščin, medtem ko bi se zaradi strožjih omejitev priseljevanja in hitrejših deportacij lahko ponovno zaostriло pomanjkanje delovne sile. Zaradi vseh teh dejavnikov so potrošniki v ZDA začeli povečevati kratkoročna in dolgoročna inflacijska pričakovanja, kar bi lahko še dodatno upočasnilo proces dezinflacije. Zvezni odbor za odprti trg (FOMC) je na januarski seji sklenil, da pusti ključno obrestno mero za zvezna sredstva nespremenjeno, in tako nakazal, da ne bo hitel s prilagajanjem obrestne mere, kar je gospodarska rast še vedno močna.

Obeti za Kitajsko se poslabšujejo, saj domače povpraševanje ostaja šibko, izvoz pa zavirajo višje ameriške carine. Medtem ko se je v zadnjem četrtletju 2024 realna rast BDP nekoliko okrepila, kažejo najnovejši kazalniki na upočasnitev aktivnosti tako v predelovalnih dejavnostih kot tudi pri storitvah. Visokofrekvenčni kazalnik za zasebno potrošnjo se je januarja 2025 znižal, kar kaže, da je bil

pospešek iz prejšnje javnofinančne podpore kratkotrajen. Zaupanje potrošnikov ostaja trdovratno negativno in zavira širše okrevanje potrošnje, šibki pa ostajajo tudi glavni kazalniki nepremičninskega trga. Nove ameriške carine doslej niso močnejše prizadele rasti BDP, vseeno pa nadaljnje stopnjevanje konflikta med ZDA in Kitajsko predstavlja navzdol usmerjeno tveganje, čeprav bi ta učinek lahko ublažile dodatne javnofinančne spodbude, ki so jih kitajske oblasti napovedale že decembra 2024. Kitajska inflacija, merjena z indeksom CPI, se je januarja zvišala na 0,5%, medtem ko je inflacija, merjena z indeksom cen pri proizvajalcih (PPI), ostala v negativnem območju na ravni -2,3%. Osnovna inflacija po CPI (brez hrane in energentov), se je januarja rahlo povečala na 0,6%, potem ko je mesec prej znašala 0,4%, k čemur je največ prispevalo začasno zvišanje cen storitev, potem ko se je aktivnost okrepila zaradi povečanih javnofinančnih spodbud za potrošnjo. Šibko domače povpraševanje in prekomerna proizvodnja povzročata močno cenovno konkurenco med podjetji, kar kaže, da bodo inflacijski pritiski v srednjeročnem obdobju verjetno dokaj šibki.

Aktivnost v Združenem kraljestvu ostaja skromna ob vztrajni inflaciji. Realni BDP se je v četrtem četrtletju 2024 skromno povečal (za 0,1% medčetrletno), saj sta zasebno povpraševanje in neto trgovinska menjava negativno prispevala k rasti, to pa sta deloma izravnala pozitiven vpliv zalog in večja državna potrošnja. Šibki kratkoročni kazalniki zasebnega povpraševanja nakazujejo, da bi se počasna rast lahko nadaljevala tudi v letu 2025. Skupna inflacija, merjena z indeksom CPI, se je januarja 2025 zvišala na 3,0%, z 2,5% v decembru 2024, k čemur so največ prispevale podražitve hrane. Skupna inflacija po CPI bo po pričakovanjih vse leto 2025 ostala povišana zaradi podražitev energentov in sprememb reguliranih cen ter zaradi vpliva vladnih politik, objavljenih v jesenskem proračunu za leto 2024 (npr. zvišanje stopnje prispevkov delodajalcev za socialno varnost). Britanska centralna banka je na februarški seji znižala ključno obrestno mero za 25 bazičnih točk, saj je ocenila, da domači cenovni pritiski ostajajo stabilni in da nedavno zvišanje skupne inflacije po CPI ne bo povzročilo dodatnih sekundarnih učinkov na osnovne domače inflacijske pritiske.

2 Gospodarska aktivnost

Po informacijah, ki so bile na voljo na presečni datum, je gospodarska rast v euroobmočju, ki je bila v tretjem četrletju 2024 0,4-odstotna, v zadnjem četrletju ob povečevanju domačega povpraševanja in zmanjševanju izvoza znašala 0,1%. Zaposlenost se je v zadnjem četrletju povečala za 0,1%, za kolikor se je povečal tudi BDP. Kar zadeva posamezne sektorje, naj bi se aktivnost v industriji v zadnjem četrletju še naprej zmanjševala zaradi šibkega povpraševanja po proizvodih, izgube konkurenčnosti in velike negotovosti. Nasprotno se je aktivnost v storitvenih dejavnostih še naprej povečevala, k čemur so prispevale predvsem netržne storitve. Po anketnih kazalnikih naj bi bila rast na začetku leta zmerna. Indeks vodij nabave (PMI) za storitvene dejavnosti ostaja približno nespremenjen glede na zadnje četrletje in še vedno nakazuje rast. Hkrati se je PMI za predelovalne dejavnosti v zadnjem času zvišal, čeprav še naprej kaže, da se gospodarska aktivnost zmanjšuje. Nadaljnje zaviralne dejavnike bodo verjetno predstavljali vse večji protekcionizem in ukrepi z izkrivljajočim vplivom na trgovinsko menjavo, ki bi lahko nesorazmerno prizadeli predelovalne dejavnosti v primerjavi z drugimi deli gospodarstva. Čeprav so se razmere na trgu dela v zadnjih mesecih poslabšale, so še naprej ugodne. Glede gibanj v prihodnosti se pričakuje, da bodo velika negotovost in vztrajne izgube konkurenčnosti nekoliko zavirali hitrost okrevanja gospodarstva v euroobmočju. Kljub temu naj bi na predvideno okrevanje spodbudno vplivali višji dohodki od dela in dostopnejši krediti.

Take obete na splošno kažejo marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje, po katerih naj bi medletna realna rast BDP v letu 2025 znašala 0,9%, v letu 2026 1,2% in v letu 2027 1,3%.⁶

Po Eurostatovi najnovjši oceni se je realni BDP v zadnjem četrletju 2024 medčetrletno povečal za 0,1% (graf 3).⁷ To pomeni, da se je gospodarska aktivnost povečala v vseh četrletjih leta. Zato naj bi se po ocenah BDP v letu 2024 povečal za 0,7%, kar pomeni izboljšanje glede na leto 2023, ko se je povečal za 0,4%.⁸ Iz kratkoročnih kazalnikov in razpoložljivih podatkov za posamezne države je razviden pozitiven prispevek zasebne potrošnje in naložb, ki pa ga je odtehtal vse manjši neto izvoz, medtem ko je bil prispevek sprememb zalog približno nevtralen. Hkrati je bila industrija verjetno še vedno šibka, medtem ko so bile storitvene dejavnosti bolj odporne. Rezultat za euroobmočje v zadnjem četrletju ustvarja pozitiven učinek prenosa na medletno rast v letu 2025.⁹

⁶ Glej »Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, objavljene 6. marca 2025 na spletnem mestu ECB.

⁷ Četrletna rast BDP v euroobmočju je bila v objavi 7. marca, kar je bilo dva dni po presečnem datumu za podatke v tej številki Ekonomskega biltena, popravljena navzgor na 0,2%.

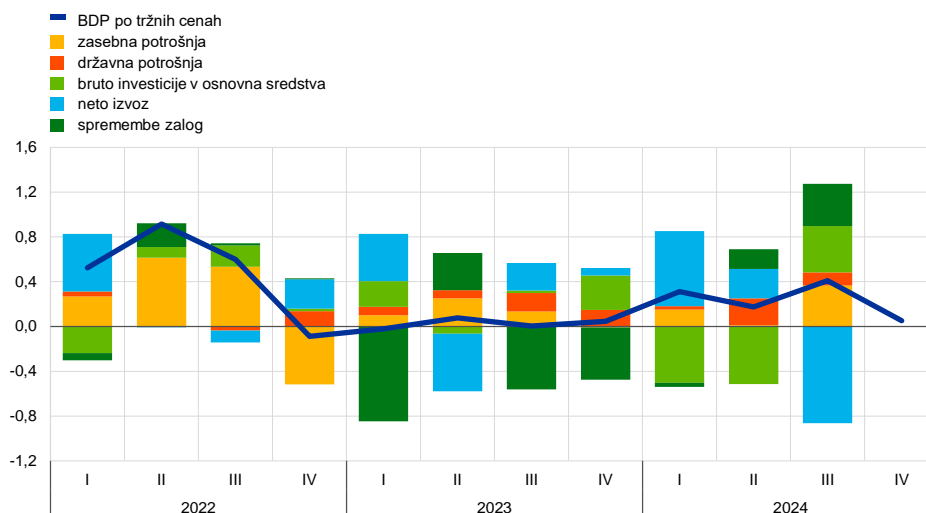
⁸ Medletna stopnja rasti za leto 2024 temelji na desezoniranih in delovnim dnevom prilagojenih podatkih. Neprilagojeni podatki niso na voljo za vse države članice, vključene v prve ocene BDP.

⁹ To pomeni, da bi se BDP v letu 2025 povečal za 0,3%, če bi bile v tem letu vse medčetrletne stopnje rasti enake nič (tj. če bi četrletni BDP ostal na isti ravni kot v zadnjem četrletju 2024).

Graf 3

Realni BDP in komponente v euroobmočju

(medčetrletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2024 pri BDP in na tretje četrletje 2024 pri izdatkovni razčlenitvi.

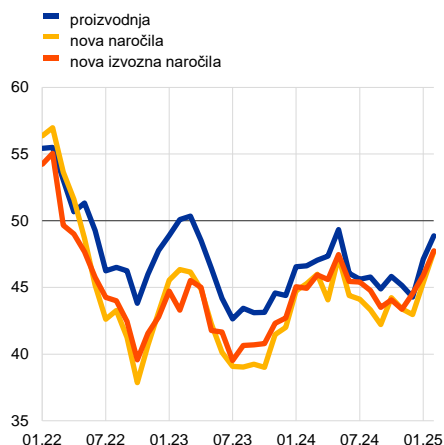
Anketni podatki kažejo, da je rast, ki jo poganjajo storitvene dejavnosti, v prvem četrletju 2025 ob veliki negotovosti še naprej zmerna. Negotovost glede ekonomskih politik, vključno s trgovinsko, negativno vpliva na obete v bližnji prihodnosti. Prevladujoči vir negotovosti na svetovni ravni je povezan s politikami ZDA, zlasti na področju varnosti in trgovine. Vse večji protekcionizem bi lahko nesorazmerno prizadel predelovalne dejavnosti v primerjavi z drugimi deli gospodarstva. Vseeno se je sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti januarja in februarja predvsem zaradi povečanja aktivnosti v predelovalnih dejavnostih v povprečju zvišal na 50,2 (z 49,3 v zadnjem četrletju). Kljub temu zadnjemu izboljšanju je iz indeksa PMI o predelovalnih dejavnostih še vedno razvidno, da gospodarska aktivnost upada, pri čemer je indeks zdaj pod vrednostjo 50 že skoraj dve leti (graf 4). V zadnjem času se je izboljšal tudi indeks PMI o novih naročilih, ki pa ostaja pod vrednostjo 50, kar nakazuje, da so kratkoročni obeti za industrijo slabi. Indeks PMI o storitvenih dejavnostih je še vedno nad pragom ničelne rasti, čeprav so najnovejše vrednosti nižje od dolgoročnega povprečja. Kazalniki Evropske komisije o zaupanju podjetij kažejo bolj ali manj podobno sliko.

Graf 4

Kazalniki PMI po sektorjih gospodarstva

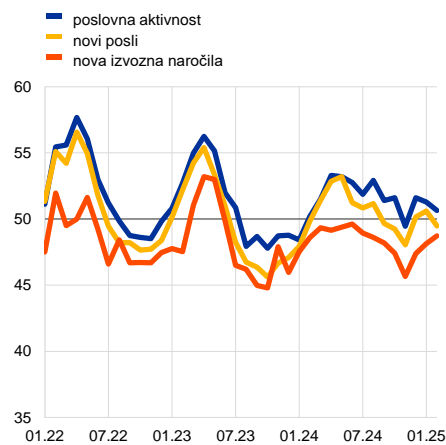
a) Predelovalne dejavnosti

(difuzijski indeksi)



b) Storitvene dejavnosti

(difuzijski indeksi)



Vir: S&P Global Market Intelligence.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2025.

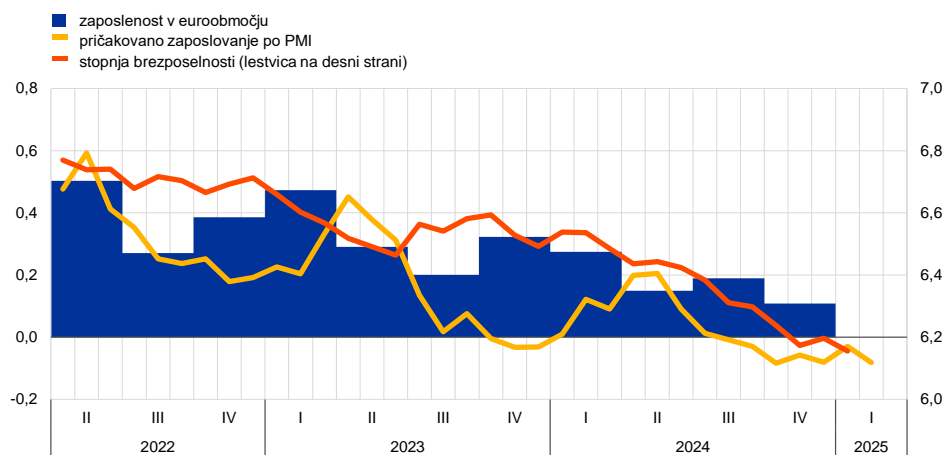
Zaposlenost se je v zadnjem četrtnem 2024 povečala za 0,1%. Stopnja zaposlenosti je bila tako nižja kot v prejšnjih četrtnem (graf 5). Vendar pa je bila rast zaposlenosti močna v razmerju do rasti BDP, zaradi česar se je produktivnost zmanjšala za 0,1%. Stopnja brezposelnosti je v decembru znašala 6,3%, kar je 0,1 odstotne točke več kot v novembru, s čimer je bila še vedno blizu najnižje ravni od uvedbe eura. Povpraševanje po delavcih se je nekoliko zmanjšalo z visokih ravni po pandemiji, pri čemer je stopnja prostih delovnih mest v zadnjem četrtnem ostala nespremenjena na ravni 2,5%, kar je 0,8 odstotne točke manj od najvišje vrednosti, dosežene v drugem četrtnem 2022.¹⁰

¹⁰ Glej okvir z naslovom »Napovedovanje povpraševanja po delovni sili v euroobmočju na podlagi telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov« v tej številki Ekonomskega biltena.

Graf 5

Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in stopnja brezposelnosti v euroobmočju

(lestvica na levi strani: medčetrletne spremembe v odstotkih, difuzijski indeks; lestvica na desni strani: odstotek delovne sile)



Viri: Eurostat, S&P Global Market Intelligence in izračuni ECB.

Opombe: Črte označujeta mesečno gibanje, stolpci pa prikazujejo četrtno podatke. Indeks vodij nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10, da se oceni medčetrletna rast zaposlenosti. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtno leto 2024 pri zaposlenosti, na februar 2025 pri pričakovanem zaposlovanju po PMI in na januar 2025 pri stopnji brezposelnosti.

Na podlagi kratkoročnih kazalnikov trga dela je mogoče sklepati, da je zaposlenost v prvem četrtnem letu 2025 stabilna. Mesečni sestavljeni kazalnik PMI o zaposlovanju se je znižal z 49,7 v januarju na 49,3 v februarju, kar pomeni, da bo zaposlenost v prvem četrtnem letu verjetno večinoma nespremenjena glede na zadnje četrtno leto 2024. Kazalnik PMI o zaposlovanju v storitvenih dejavnostih se je znižal s 50,9 v januarju na 50,8 v februarju, medtem ko sta kazalnika PMI o zaposlovanju v predelovalnih dejavnostih in gradbeništvu ostala v območju krčenja.

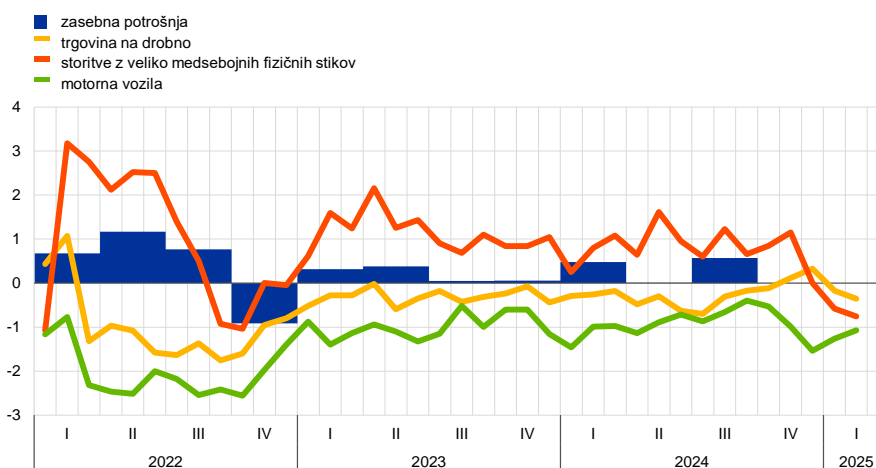
Rast zasebne potrošnje se je v zadnjem četrtnem letu 2024 verjetno umirila. Po medčetrtnem povečanju za 0,7% v tretjem četrtnem letu (graf 6) se je rast zasebne potrošnje v zadnjem četrtnem letu 2024, kot kaže, umirila, kar naj bi bilo med drugim posledica popuščanja nekaterih začasnih dejavnikov, ki so na rast zasebne potrošnje spodbudno vplivali v prejšnjem četrtnem letu, npr. olimpijske in paraolimpijske igre v Parizu leta 2024. To potrjujejo tudi 0,4-odstotno medčetrtno povečanje prodaje v trgovini na drobno in 0,5-odstotno medčetrtno povečanje storitvene proizvodnje. Tudi iz najnovjših podatkov je razvidno, da se bo dinamika rasti potrošnje gospodinjstev v kratkoročnem obdobju umirjala, kot kažejo zadnje makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB. Kazalnik Evropske komisije o zaupanju potrošnikov se je februarja dodatno zvišal, vendar ob še vedno veliki negotovosti ostaja na splošno nizek. Kazalniki Evropske komisije o pričakovanih glede povpraševanja v storitvenih dejavnostih z veliko medsebojnih fizičnih stikov so se februarja dodatno znižali, iz najnovjše ankete ECB o pričakovanih gospodinjstev pa je razvidno, da so pričakovani nakupi počitnic še vedno veliki, čeprav so se v zadnjem času nekoliko zmanjšali. Hkrati so se februarja pričakovanja potrošnikov glede večjih nakupov v naslednjih 12 mesecih povečala, potem ko so se v prejšnjem mesecu poslabšala. Kar zadeva prihodnje obdobje, naj bi vztrajna negotovost glede ekonomskih politik, zlasti v okviru svetovnega gospodarskega dogajanja, še naprej negativno vplivala na odločitve gospodinjstev o potrošnji. Vendar pa bosta večja

kupna moč, ki je posledica upočasnjevanja inflacije, in nadaljnje povečevanje realnega dohodka od dela po pričakovanjih podpirala potrošnjo v prihodnjih četrletjih.

Graf 6

Zasebna potrošnja ter pričakovanja glede trgovine na drobno, storitev z veliko medsebojnih fizičnih stikov in motornih vozil

(medčetrletne spremembe v odstotkih; standardizirana ravnotežja v odstotkih)



Viri: Eurostat, Evropska komisija in izračuni ECB.

Opombe: Pričakovanja glede poslovanja v trgovini na drobno (brez motornih vozil), pričakovano povpraševanje po storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov in pričakovana prodaja motornih vozil se nanašajo na naslednje tri mesece; »storitve z veliko medsebojnih fizičnih stikov« so nastanitvene, potovalne in prehranjevalne storitve. Časovna vrsta za storitve z veliko medsebojnih fizičnih stikov je zaradi razpoložljivosti podatkov standardizirana za obdobje od januarja 2005 do januarja 2019, medtem ko je časovna vrsta za motorna vozila in trgovino na drobno standardizirana za obdobje 1999–2019. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2024 pri zasebni potrošnji ter na februar 2025 pri pričakovanjih glede poslovanja v trgovini na drobno, v storitvenih dejavnostih z veliko medsebojnih fizičnih stikov in na področju motornih vozil.

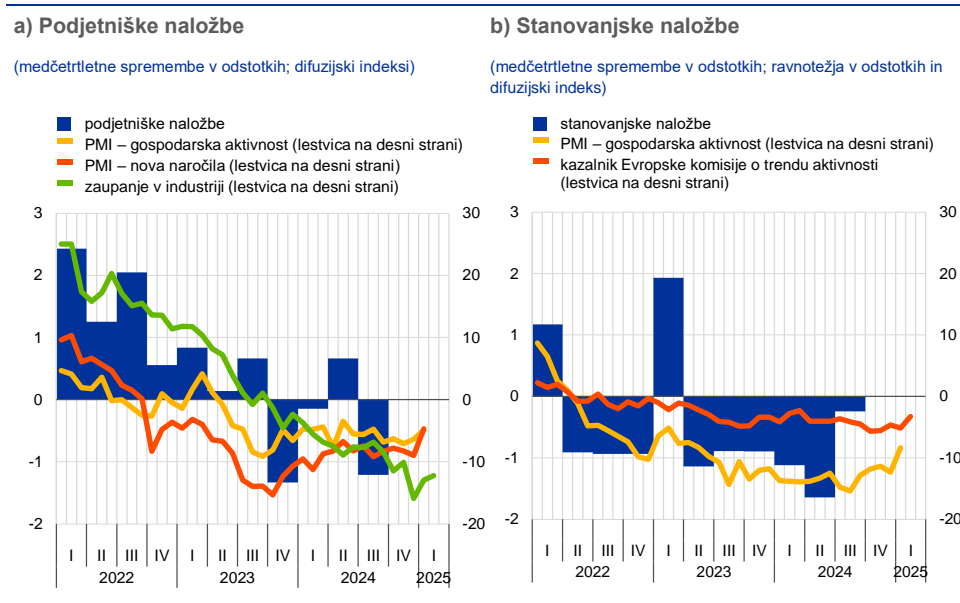
Podjetniške naložbe so ob prelomu leta, ko je bila negotovost velika, verjetno ostale na nizki ravni.

Po izrazitem upadu v tretjem četrletju 2024 naj bi se podjetniške naložbe (za približek katerih so v nacionalnih računih uporabljene negradbene naložbe brez neopredmetenih naložb na Irskem) v zadnjem četrletju rahlo povečale. Vendar pa so bile naložbe v opredmetena sredstva v zadnjih četrletjih še posebno šibke. V sektorju proizvodov za investicije se je industrijska proizvodnja v zadnjem četrletju medčetrletno zmanjšala za 1,2%, kot je bilo mogoče pričakovati na podlagi tega, da so kazalniki PMI o gospodarski aktivnosti lani zdrsnili globoko v negativno območje in da se je kazalnik zaupanja v industriji gibal na ravni, ki je bila nazadnje dosežena med zaprtjem gospodarstva leta 2020 (graf 7, slika a). Neopredmetene naložbe se še naprej povečujejo, čeprav v precej manjšem obsegu kot v ZDA (glej okvir 1). Najnovejši podatki kažejo, da je ob veliki negotovosti glede geopolitičnih dogajanj in ekonomskih politik, vključno s trgovinsko politiko, dinamika naložb na začetku leta 2025 šibka. Na podlagi rezultatov najnovejše telefonske ankete med podjetji, ankete o dostopu podjetij do financiranja v euroobmočju in ankete o bančnih posojilih je mogoče pričakovati, da bodo naložbe v začetku leta na nizki ravni, pri čemer udeleženci v anketi o bančnih posojilih pričakujejo, da se bo povpraševanje po dolgoročnejših posojilih, ki so običajno

povezana z naložbami v osnovna sredstva, v prvem četrletju dodatno zmanjšalo.¹¹ Vsi ti dejavniki skupaj bodo verjetno negativno vplivali na naložbe v začetku leta. Pozneje, če ne bo močnih motenj v trgovinski menjavi, naj bi postopna krepitev v širšem gospodarstvu, blažitev pogojev financiranja in odprava nekaterih virov negotovosti spodbudno vplivali na naložbe. Poleg tega bo nadaljnje črpanje sredstev iz sklada »EU naslednje generacije« prispevalo k nadaljnjemu privabljanju podjetniških naložb.

Graf 7

Dinamika realnih naložb in anketni podatki



Viri: Eurostat, Evropska komisija, S&P Global Market Intelligence in izračuni ECB.

Opombe: Črte označujejo mesečna gibanja, stolpci pa se nanašajo na četrtletne podatke. Indeksi PMI so izraženi kot odstopanje od 50. Na sliki a so podjetniške naložbe merjene z negradbenimi naložbami brez neopredmetenih naložb na Irskem. Kratkoročni kazalniki se nanašajo na sektor proizvodov za investicije. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2024 pri podjetniških naložbah, na januar 2025 pri indeksih PMI in na februar 2025 pri zaupanju v industriji. Na sliki b se črta, ki označuje kazalnik Evropske komisije o trendu gospodarske aktivnosti, nanaša na tehtano povprečje ocene sektorja gradnje stavb in sektorja specializiranih gradbenih del glede trenda gospodarske aktivnosti v primerjavi s prejšnjimi tremi meseci, prilagojeno tako, da ima enak standardni odklon kot indeksi PMI. Črta, ki označuje PMI o gospodarski aktivnosti, se nanaša na aktivnost na stanovanjskem trgu. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2024 pri stanovanjskih naložbah, na januar 2025 pri PMI o gospodarski aktivnosti in na februar 2025 pri kazalniku Evropske komisije o trendu aktivnosti.

Stanovanjske naložbe so v zadnjem četrletju 2024 ostale večinoma stabilne.

Potem ko so se stanovanjske naložbe od leta 2022 močno zmanjševale, so, kot kaže, v zadnjem četrletju 2024 dosegle najnižjo raven, saj je iz razpoložljivih podatkov za posamezne države razvidno, da so se stanovanjske naložbe v zadnjem četrletju rahlo povečale, obseg opravljenih del v gradnji stavb in opravljenih specializiranih gradbenih del pa je od tretjega četrletja ostal nespremenjen. Anketni kazalniki gospodarske aktivnosti so se na začetku letošnjega leta izboljšali. Vseeno na splošno še naprej nakazujejo umirjeno dinamiko stanovanjskih naložb v prvem četrletju 2025, pri čemer sta kazalnik PMI o stanovanjski gradnji ter kazalnik Evropske komisije o aktivnosti na področju gradnje stavb in specializiranih gradbenih del v zadnjih treh mesecih ostala v območju krčenja (graf 7, slika b). Vendar pa naj bi

¹¹ Glej okvir z naslovom »Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2025, najnovejšo anketo ECB »Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area«, objavljeno januarja 2025, in »January 2025 euro area bank lending survey«.

stanovanjske naložbe v nadaljevanju leta 2025 postopno pridobile zagon. Iz ankete Komisije je razvidno, da so se v prvem četrtletju kratkoročne namere gospodinjestev glede nakupa ali gradnje stanovanj še povečale. Izboljševanje razpoložnja podpirajo vse nižje hipotekarne obrestne mere in je odraz postopnega okrevanja stanovanjskih posojil, kar kaže, da se povpraševanje po stanovanjih počasi povečuje.

Izvoz euroobmočja se je v zadnjem četrtletju 2024 zmanjševal počasneje.

Skupni izvoz v države zunaj euroobmočja je v zadnjem četrtletju medčetrletno upadel za 0,1%. Upad potrjuje vztrajne izzive na področju konkurenčnosti, s katerimi se tudi ob okrevanju svetovnega povpraševanja spopadajo izvozniki euroobmočja (glej okvir 2). Kar zadeva prihodnje obdobje, ankete kažejo, da bo izvozna uspešnost v bližnji prihodnosti še naprej šibka. Najnovejši indeksi PMI o izvoznih naročilih so bili v februarju tako za predelovalne kot tudi storitvene dejavnosti še vedno precej pod pragom rasti. Hkrati je iz mesečnih podatkov o trgovinski menjavi blaga razvidno, da se je četrletna rast uvoza v zadnjem četrtletju upočasnila, kar pomeni, da je bil skupni prispevek neto izvoza k BDP negativen.

Po marčnih makroekonomskih projekcijah naj bi bilo gospodarsko okrevanje počasnejše, kot je bilo predvideno v decembrskih projekcijah, medtem ko se je negotovost povečala.

Po marčnih projekcijah strokovnjakov ECB naj bi gospodarska rast v letu 2025 znašala 0,9%, v letu 2026 1,2% in v letu 2027 1,3%. Negativen popravek za leti 2025 in 2026 je posledica manjšega izvoza in nadaljnje šibke dinamike naložb, kar delno izvira iz velike negotovosti glede trgovinske politike in negotovosti glede splošnejših ekonomskih politik. Zviševanje realnega dohodka in postopno pojemanje učinkov preteklih dvigov obrestnih mer ostajata ključna dejavnika, ki podpirata pričakovano krepitev povpraševanja v prihodnjem obdobju.

3 Cene in stroški

Skupna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, se je znižala z 2,5% v januarju na 2,4% v februarju, predvsem zaradi upada inflacije v skupini energentov. Inflacija v skupini hrane se je zvišala, medtem ko se je inflacija brez energentov in hrane februarja rahlo znižala – kar prikriva nižjo storitveno inflacijo in višjo inflacijo v skupini industrijskih proizvodov razen energentov. Večina meril osnovne inflacije nakazuje, da se bo inflacija vzdržno ustalila na ravni okrog 2-odstotnega srednjeročnega cilja. Plače in cene v nekaterih sektorjih se še vedno s precejšnjim zamikom prilagajajo preteklemu skokovitemu porastu inflacije, vseeno pa se rast plač umirja, kot je bilo pričakovano, in rast dobička na enoto proizvoda še naprej deloma absorbira vpliv še vedno povečanih pritiskov s strani stroškov dela na inflacijo. Večina kazalnikov dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj je še vedno na ravni okrog 2%. Inflacija se še naprej giblje približno v skladu s pričakovanji strokovnjakov, zadnje projekcije pa tesno sledijo prejšnjim inflacijskim obetom. Po marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo skupna inflacija v povprečju znašala 2,3% v letu 2025, 1,9% v letu 2026 in 2,0% v letu 2027. Popravek skupne inflacije navzgor v letu 2025 je posledica močnejše dinamike cen energentov.¹²

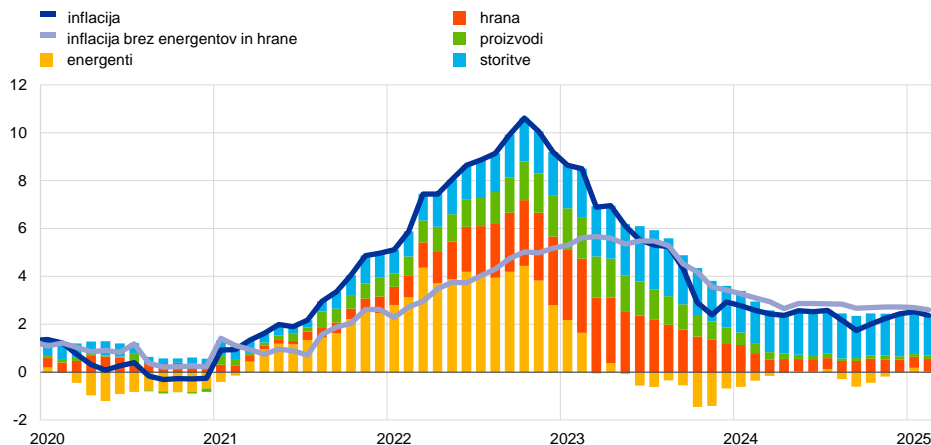
Skupna inflacija v euroobmočju, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), se je znižala z 2,5% januarja na 2,4% februarja (graf 8). To je bila predvsem posledica pričakovanega znižanja inflacije v skupini energentov, ki je upadla z 1,9% v januarju na 0,2% v februarju, zlasti zaradi navzdol delujočih baznih učinkov in medmesečnega znižanja cen energentov. Nasprotno se je inflacija v skupini hrane zvišala z 2,3% januarja na 2,7% februarja, kar odraža višjo medletno stopnjo rasti cen nepredelane hrane, medtem ko je stopnja rasti cen predelane hrane ostala nespremenjena. Inflacija brez energentov in hrane je rahlo upadla z 2,7% v januarju na 2,6% v februarju – kar je bilo prvo znižanje od septembra 2024. To je odražalo znižanje inflacije v skupini storitev (s 3,9% januarja na 3,7% februarja) in prikriilo majhno zvišanje inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov (z 0,5% januarja na 0,6% februarja). Februarski upad inflacije v skupini storitev je skladen s predhodnimi pričakovanji o začetnem umirjanju, h kateremu je prispevala postopna upočasnitev rasti plač, in o cenovnih učinkih, ki so bili na začetku leta 2025 šibkejši kot v letu 2024.

¹² Glej »Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, objavljene 6. marca 2025 na spletnem mestu ECB.

Graf 8

Skupna inflacija in glavne komponente

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Izraz »proizvodi« se nanaša na industrijske proizvode razen energentov. Zadnji podatki se nanašajo na februar 2025 (Eurostatova prva ocena).

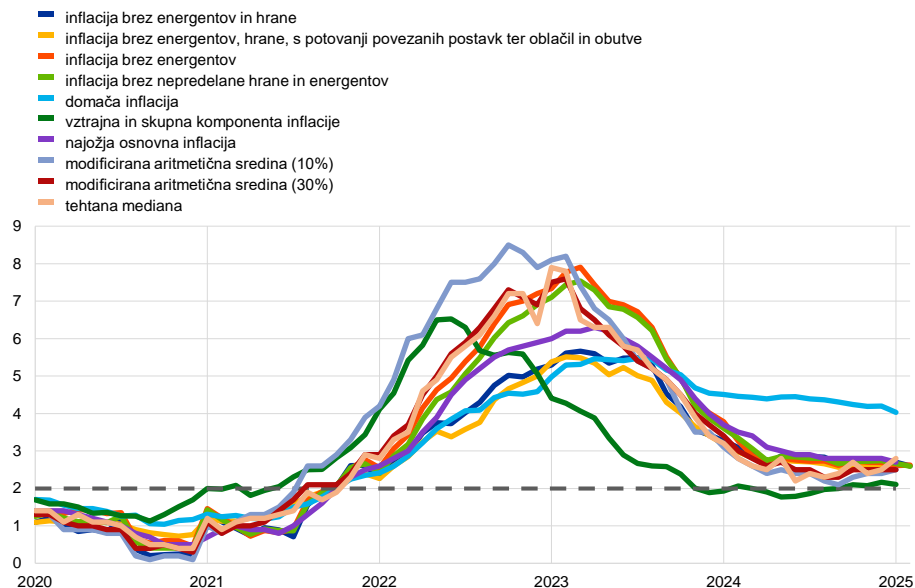
Večina meril osnovne inflacije je skladna s pričakovanji, da se bo inflacija vzdržno ustalila na ravni okrog 2-odstotnega srednjeročnega cilja (graf 9).

Januarja 2025 – ki je zadnji mesec, za katerega so na voljo podatki – je vrednost večine kazalnikov znašala od 2,1% do 2,8%. Vztrajna in skupna komponenta inflacije, ki je običajno najboljši kazalnik za predvidevanje prihodnjega gibanja skupne inflacije, je bila še vedno na dnu razpona, medtem ko se je kazalnik tehtane mediane zvišal na 2,8%. Inflacija brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve je ostala nespremenjena na ravni 2,6%, medtem ko se je kazalnik najožje osnovne inflacije, ki obsega postavke v indeksu HICP, občutljive na poslovni cikel, znižal na 2,7%. Čeprav je kazalnik domače inflacije ostal na vztrajno visoki ravni, se je rahlo znižal s 4,2% v decembru 2024 na 4,0% v januarju. To je bilo prvo znižanje od oktobra 2024. Sprememba je bila večinoma posledica nižjega prispevka cen v gostinstvu ter stroškov zavarovanja v zdravstvu in prometu.

Graf 9

Kazalniki osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

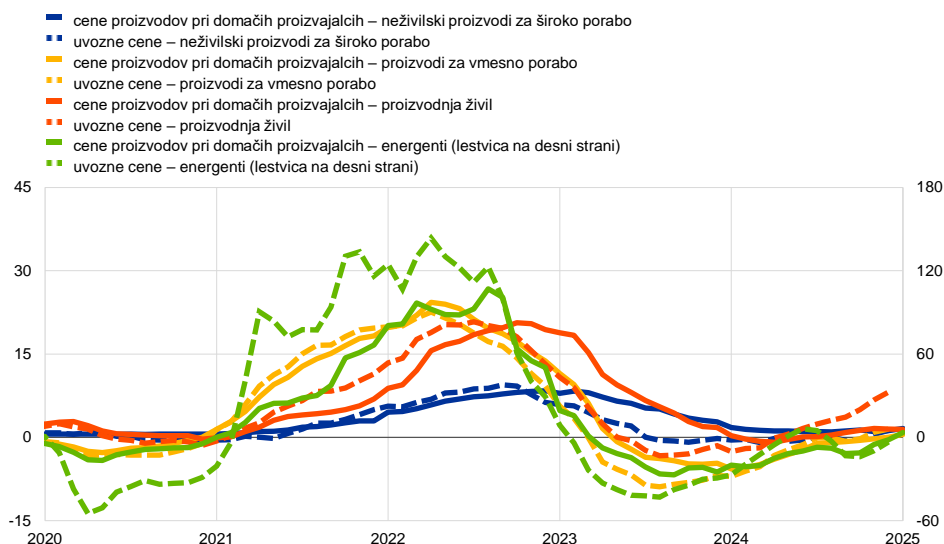
Opombe: Siva prekinjena črta označuje 2-odstotni inflacijski cilj ECB v srednjeročnem obdobju. Zadnji podatki se nanašajo na februar 2025 (Eurostatova prva ocena) pri inflaciji brez energentov in hrane, inflaciji brez energentov in inflaciji brez nepredelane hrane in energentov, ter na januar 2025 pri vseh drugih kazalnikih.

Večina kazalnikov pritiskov iz proizvodne verige na proizvode se je zvišala, a po še vedno zmerni stopnji (graf 10). V zgodnjih fazah cenovne verige je rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini energentov, ki je bila sicer negativna od aprila 2023, postala pozitivna in se je zvišala z -1,6% decembra 2024 na 3,5% januarja 2025. Medletna stopnja rasti proizvajalčevih cen proizvodov za vmesno porabo v domači prodaji se je zvišala (z 0,0% v decembru na 0,5% v januarju). V poznejših fazah cenovne verige se je rast cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo zvišala z 1,2% v decembru na 1,6% v januarju, medtem ko se je rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini proizvodnje živil rahlo znižala z 1,5% v decembru na 1,4% v januarju. Najnovejši razpoložljivi podatki za uvozne cene na presečni datum za to poročilo se nanašajo na december 2024. Medletna stopnja rasti uvoznih cen proizvodov za vmesno porabo se je še naprej zviševala (z 0,9% v novembru na 1,5% v decembru). Medtem se je rast uvoznih cen v skupini proizvodnje živil decembra zvišala na 8,2%, k čemur bi lahko prispevala dvomestna stopnja rasti mednarodnih cen prehranskih surovin. Zvišanje rasti uvoznih cen odraža tudi depreciacijo eura. Gledano v celoti najnovejši podatki za cene pri proizvajalcih in uvozne cene potrjujejo, da postopno popuščanje nakopičenih pritiskov iz proizvodne verige na cene proizvodov za široko porabo izzveneva, vseeno pa ni privedlo do opaznega ponovnega zagona rasti cen.

Graf 10

Kazalniki pritiskov iz proizvodne verige

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na januar 2025 pri cenah proizvodov pri domačih proizvajalcih in na december 2024 pri uvoznih cenah.

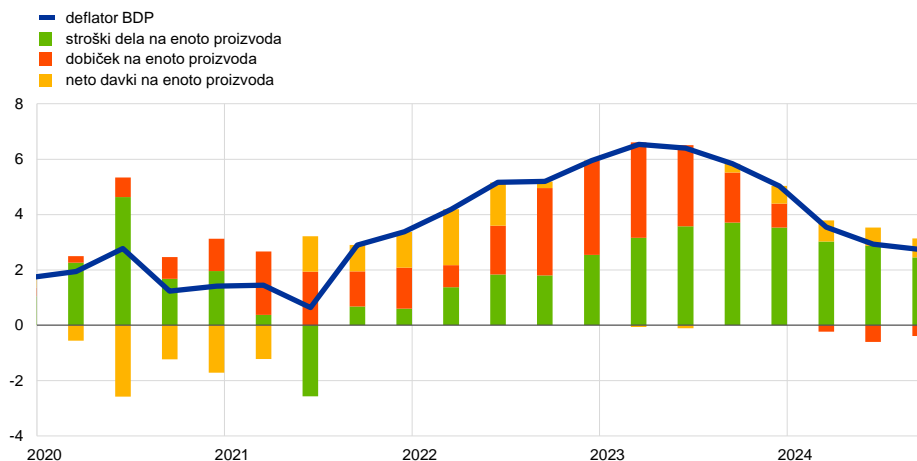
Domači stroškovni pritiski, merjeni z rastjo deflatorja BDP, so v tretjem četrtletju 2024 nadalje upadli, čeprav so ostali povečani (graf 11).

Najnovejši razpoložljivi podatki iz nacionalnih računov za domače stroškovne pritiske v euroobmočju se še naprej nanašajo na tretje četrtletje 2024. Medletna stopnja rasti deflatorja BDP se je znižala na 2,7%, potem ko je v predhodnem četrtletju znašala 2,9%, kar odraža manjši prispevek plač in stroškov dela na enoto proizvoda. Rast dobička na enoto proizvoda je ostala v negativnem območju, kar kaže, da še naprej absorbira še vedno povečane pritiske s strani stroškov dela. Razpoložljivi podatki iz nacionalnih računov za večino držav euroobmočja nakazujejo, da se je v zadnjem četrtletju rast stroškov dela še naprej umirjala in so dobički še naprej absorbirali pritiske. Poleg tega drugi kazalniki, ki so razpoložljivi za euroobmočje v zadnjem četrtletju, kot sta na primer indeks stroškov dela in kazalnik dogovorjenih plač, potrjujejo nadaljnje popuščanje pritiskov s strani stroškov dela. Po Eurostatovi prvi oceni se je rast komponente urnih postavk in plač v indeksu stroškov dela znižala na 4,1%, potem ko je v tretjem četrtletju znašala 4,4%. Rast kazalnika dogovorjenih plač se je znižala s 5,4% v tretjem četrtletju na 4,1% v zadnjem četrtletju. Poleg tega v prihodnost usmerjen plačni kazalnik ECB, ki vključuje podatke o plačnih dogovorih do sredine februarja, še naprej kaže na popuščanje pritiskov, ki izhajajo iz rasti plač, na začetku letošnjega leta. Kar zadeva prihodnje obdobje, bo rast sredstev za zaposlene na zaposlenega po marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB v povprečju znašala 3,4% v letu 2025 in se bo še naprej umirjala in dosegla 2,6% v letu 2027.

Graf 11

Razčlenitev deflatorja BDP

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Sredstva za zaposlene na zaposlenega pozitivno prispevajo k spremembam stroškov dela na enoto proizvoda, produktivnost dela pa negativno. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2024.

Anketni kazalniki dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj so se le malo spremenili, medtem ko so se tržna merila srednjeročnega do dolgoročnejšega nadomestila za inflacijo rahlo zvišala, pri čemer jih je večina znašala okrog 2% (graf 12). Tako v anketi ECB o napovedih drugih strokovnjakov za prvo četrletje 2025 kot v anketi ECB o napovedih denarnih analitikov za marec 2025 sta povprečje in mediana dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj ostala na ravni 2%. Kratkoročnejša anketna pričakovanja za leto 2025 so prav tako znašala okrog 2%, vendar so se malo spremenila, odvisno od tega, ali so bili vanje vključeni najnovjši podatki in gibanje cen energetskih surovin. Tržna merila kratkoročnega nadomestila za inflacijo, merjena s terminsko obrestno mero v 1-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez eno leto, so se nedavno rahlo zvišala in znašajo okrog 1,8%. Tržna merila nadomestila za inflacijo so se zvišala tudi, kar zadeva srednjeročno in dolgoročnejše obdobje. Tako terminska obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let znaša okrog 2,2%, potem ko se je od decembrske seje Sveta ECB zvišala za okrog 20 bazičnih točk, večinoma zaradi gibanj, ki so sledila nedavno napovedanim načrtom za povečanje javnofinančnih proračunov v Evropi. Zvišanje je večinoma posledica višjih premij za inflacijsko tveganje. Zato modelske ocene dejanskih inflacijskih pričakovanj, ki ne vključujejo premij za inflacijsko tveganje, kažejo, da tržni udeleženci še naprej pričakujejo, da bo inflacija dolgoročneje znašala okrog 2%. Na strani potrošnikov so se inflacijska pričakovanja večinoma še naprej zniževala. Kot kaže anketa ECB o pričakovanjih potrošnikov iz januarja 2025, se je mediana pričakovanj za skupno inflacijo za naslednjih 12 mesecev znižala na 2,6%, potem ko je decembra 2024 znašala 2,8%, medtem ko so pričakovanja čez tri leta ostala nespremenjena na ravni 2,4%. Mediana zaznane inflacije v predhodnih 12 mesecih se je januarja rahlo znižala na 3,4%.

Graf 12

Tržna merila nadomestila za inflacijo in inflacijska pričakovanja potrošnikov

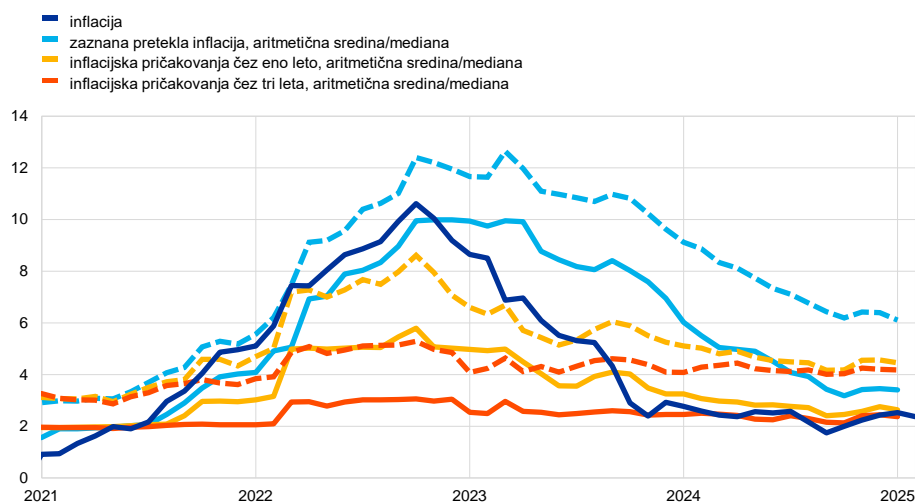
a) Tržna merila nadomestila za inflacijo

(medletne spremembe v odstotkih)



b) Skupna inflacija in anketa ECB o pričakovanjih potrošnikov

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: LSEG, Eurostat, anketa ECB o pričakovanjih potrošnikov in izračuni ECB.

Opombe: Slika a prikazuje terminalske obrestne mere v obrestnih zamenjavah na inflacijo v različnih časovnih obdobjih za euroobmočje. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (12. december 2024). Na sliki b prekinjene črte ponazarjajo aritmetično sredino, polne črte pa mediano. Zadnji podatki se nanašajo na 6. marec 2025 pri terminskih obrestnih merah, na februar 2025 pri inflaciji (Eurostatova prva ocena) in na januar 2025 pri ostalih merilih.

Po marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB bo skupna inflacija v letu 2025 v povprečju znašala 2,3%, nato pa se bo znižala na 1,9% v letu 2026 in 2,0% v letu 2027 (graf 13). Skupna inflacija bo v letu 2025 po

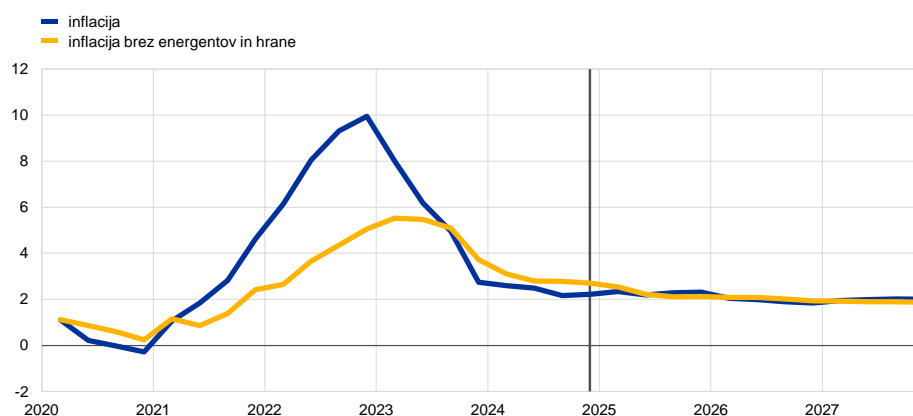
projekcijah ostala razmeroma stabilna predvsem zaradi višje inflacije v skupini hrane in baznih učinkov pri cenah energentov, ki večinoma odtehtajo nižjo osnovno inflacijo. Nato naj bi se na začetku leta 2026 postopno še dodatno umirila, ko bodo popustili bazni učinki v skupini energentov. Predvideno zvišanje skupne inflacije v letu 2027 večinoma odraža začasen vpliv cen energentov na zvišanje inflacije zaradi javnofinančnih ukrepov, povezanih s podnebnimi politikami zelenega prehoda, zlasti zaradi uvedbe novega sistema za trgovanje z emisijami (ETS2). V primerjavi z decembrskimi projekcijami je bila napovedana skupna inflacija za leto 2025

popravljena za 0,2 odstotne točke navzgor, za leto 2026 je ostala nespremenjena, za leto 2027 pa je bila popravljena za 0,1 odstotne točke navzdol. Popravek navzgor za leto 2025 je predvsem posledica presenetljivo visokih podatkov za inflacijo v skupini energentov in predpostavk o višjih cenah nafte in električne energije. Inflacija se bo predvidoma znižala z 2,8% v letu 2024 na 2,2% v letu 2025, 2,0% v letu 2026 in 1,9% v letu 2027, k čemur bo prispevalo predvsem znižanje inflacije v skupini storitev. V primerjavi z lanskimi decembrskimi projekcijami je bila inflacija za leto 2025 popravljena za 0,1 odstotne točke navzdol in za leto 2026 za 0,1 odstotne točke navzgor.

Graf 13

Inflacija ter inflacija brez energentov in hrane v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in [makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje iz marca 2025](#).

Opombe: Siva navpična črta označuje zadnje četrletje pred začetkom obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2024 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2027 (projekcije). Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje so bile dokončane 19. februarja 2025, presečni datum za tehnične predpostavke pa je 6. februar 2025. Pretekli in predvideni podatki za inflacijo in inflacijo brez energentov in hrane se objavljajo četrletno.

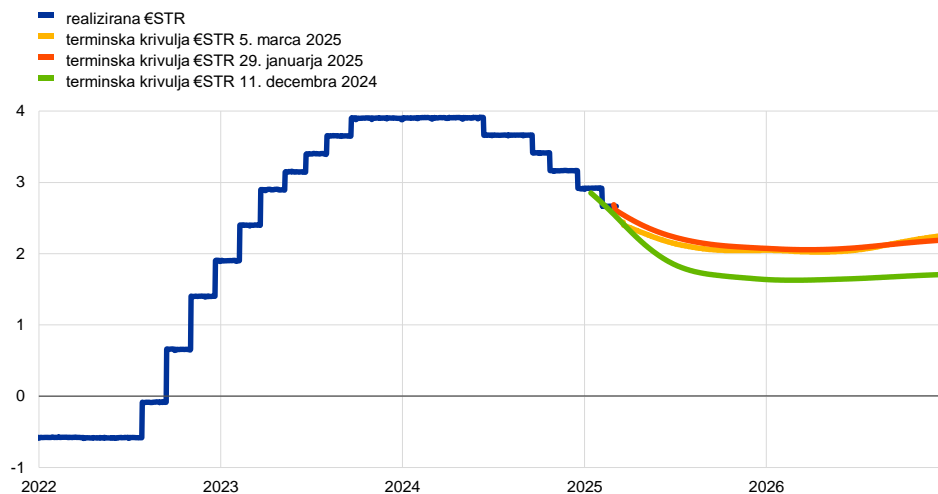
V obravnavanem obdobju, tj. od 12. decembra 2024 do 5. marca 2025, se je terminska krivulja netvegane eurske kratkoročne obrestne mere (€STR) ob občasnem močnem nihanju zvišala. Po decembrski seji Sveta ECB so se kratkoročne obrestne mere v večjih razvitih gospodarstvih zvišale zaradi zaskrbljenosti, da dezinflacija v ZDA napreduje počasneje, kot je bilo pričakovano. Krivulja v euroobmočju se je po najvišji vrednosti sredi januarja znižala, ko so trgi pričakovali nadaljevanje dezinflacije in slabše obete za rast. Pozneje se je okrepila ob načrtovanih izdatkih za obrambo in infrastrukturo v evropskih državah. Do konca obravnavanega obdobja je terminska krivulja v euroobmočju vračunala približno 65 bazičnih točk kumulativnega znižanja obrestnih mer do konca leta 2025. Gibanja na trgih državnih obveznic v euroobmočju so na splošno sledila gibanjem netveganih obrestnih mer, razmiki med donosnostjo in obrestnimi merami v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč pa so se nekoliko povečali. Kljub slabim makroekonomskim napovedim in napovedim ameriške administracije o carinah so se tečaji delnic v euroobmočju zaradi obdobja velikih dobičkov okrepili in presegli tečaje primerljivih ameriških delnic. Na trgih podjetniških obveznic v euroobmočju so se razmiki zmanjšali pri izdajateljih naložbenega razreda in pri izdajateljih visoko donosnih obveznic. Na deviznem trgu se je euro okrepil tehtano z utežmi trgovinskih partneric in bolj izrazito pridobil vrednost v primerjavi z ameriškim dolarjem.

Terminska krivulja obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč se je od decembrske seje Sveta ECB ponovno usmerila navzgor, vendar je občasno precej nihala (graf 14). Referenčna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) je v obravnavanem obdobju v povprečju znašala 2,8%, potem ko je Svet ECB na decembrski in januarski seji sprejel splošno pričakovano odločitev, da ključne obrestne mere ECB zniža za 25 bazičnih točk. Presežna likvidnost se je zmanjšala za približno 75 milijard EUR na 2.826 milijard EUR. To je bilo predvsem posledica decembrskih odplačil sredstev, izposojenih v okviru tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, in zmanjšanja portfeljev vrednostnih papirjev za namene denarne politike, saj Eurosistem ne reinvestira več izplačil glavnice zapadlih vrednostnih papirjev. Kratki konec terminske krivulje obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR se je v obravnavanem obdobju obrnil navzgor, kar nakazuje višjo raven obrestnih mer denarne politike, ob občasnih precejšnjih nihanjih. Po decembrski seji Sveta ECB so se kratkoročne obrestne mere v večjih razvitih gospodarstvih zvišale zaradi zaskrbljenosti, da je napredovanje dezinflacije v ZDA počasnejše od pričakovanega. Potem ko je sredi januarja dosegla najvišjo vrednost, se je krivulja v euroobmočju znižala, saj so udeleženci na trgu pričakovali nadaljevanje domače dezinflacije in slabše obete za rast, ki so deloma posledica vse večje trgovinske negotovosti. Pozneje se je pred marčno sejo Sveta ECB okrepila ob načrtovanih izdatkih za obrambo in infrastrukturo v evropskih državah. Ob koncu obravnavanega obdobja je terminska krivulja v celoti vračunala znižanje obrestnih mer za 25 bazičnih točk na marčni seji Sveta ECB in okoli 65 bazičnih točk kumulativnih rezov do konca leta 2025.

Graf 14

Terminske obrestne mere €STR

(v odstotkih na leto)



Viri: Bloomberg in izračuni ECB.

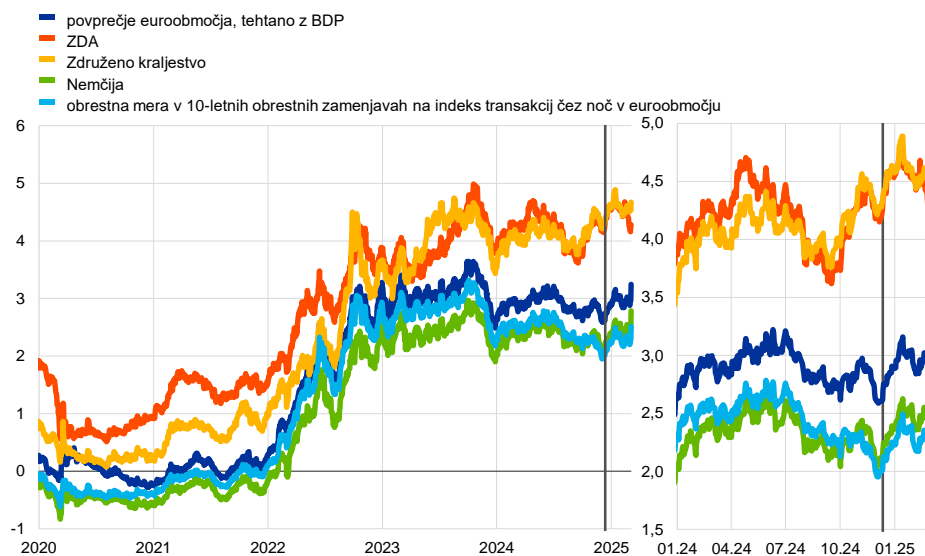
Opomba: Terminalska krivulja je ocenjena na podlagi promptnih obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč (€STR).

Dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju so v obravnavanem obdobju nihale, na splošno pa so se zvišale (graf 15). Do konca obravnavanega obdobja se je obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v euroobmočju kljub precejšnjim nihanjem v celotnem obdobju zvišala za približno 45 bazičnih točk na približno 2,5%. Obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč se je od začetka obravnavanega obdobja do sredine januarja zaradi močnih pritiskov navzgor, ki so izvirali iz ZDA, zvišala za približno 40 bazičnih točk. Pozneje se je ponovno znižala, ko so se udeleženci na trgu osredotočili na napovedi inflacije in realnega gospodarstva v euroobmočju. Nazadnje so se ob koncu obravnavanega obdobja dolgoročne netvegane obrestne mere zaradi povečanih načrtov fiskalne porabe v Evropi zvišale za približno 25 bazičnih točk. V ZDA so se dolgoročne netvegane obrestne mere sprva zvišale za približno 45 bazičnih točk in sredi januarja dosegle najvišjo vrednost, nato pa od sredine februarja naprej padale. Zaradi upadanja, ki so ga nedavno zacementirali znaki, da se gospodarska rast v ZDA upočasnjuje, so se ameriške obrestne mere znižale na približno 4,3%, kar je nekoliko pod ravniyo z začetka obravnavanega obdobja. Razlika med 10-letnimi netveganimi obrestnimi merami v euroobmočju in ZDA se je tako zmanjšala za 49 bazičnih točk. Donosnost britanskih 10-letnih državnih obveznic se je zvišala za 31 bazičnih točk in je ob koncu obravnavanega obdobja znašala okoli 4,7%.

Graf 15

Donosnost 10-letnih državnih obveznic in obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR

(v odstotkih na leto)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (12. december 2024). Zadnji podatki se nanašajo na 5. marec 2025.

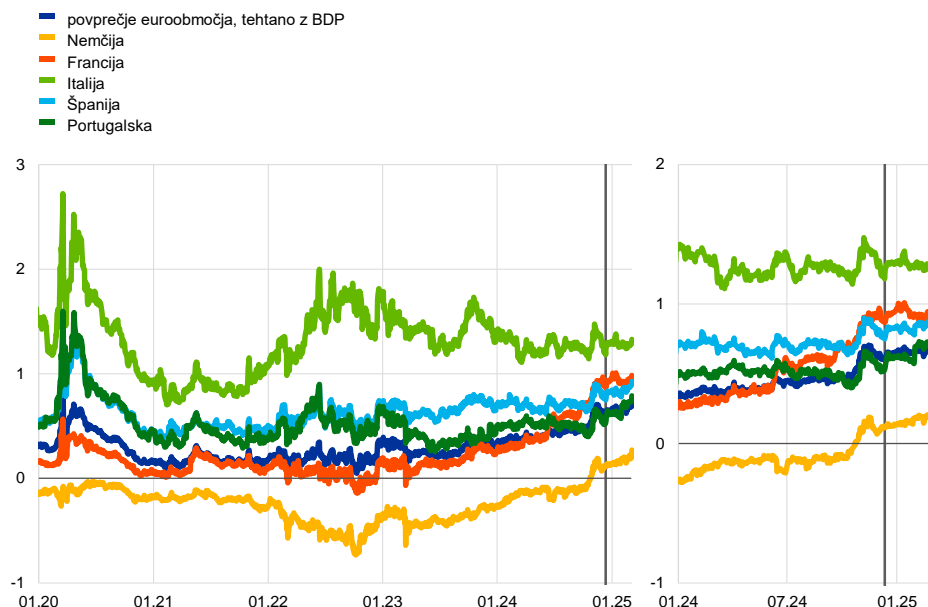
Donosnost dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju je na splošno sledila gibanju netveganih obrestnih mer, pri čemer so se nekateri razmiki v donosnosti povečali (graf 16). Donosnost 10-letnih državnih obveznic

euroobmočja, tehtana z BDP, je ob koncu obravnavanega obdobja znašala približno 3,2%, kar je približno 55 bazičnih točk več kot na začetku obdobja. Zaradi povečanja se je razmik med obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR povečal za približno 10 bazičnih točk. Donosnost francoskih državnih obveznic se je gibala podobno kot donosnost državnih obveznic euroobmočja, tehtanih z BDP, kljub nedavnemu izboljšanju političnih razmer v državi potem, ko je francoski parlament potrdil proračun za leto 2025. Razmik v donosnosti nemških državnih obveznic se je povečal za 16 bazičnih točk in ostal odločno pozitiven. Razmiki v donosnosti državnih obveznic so se povečali tudi v drugih državah euroobmočja. Razmiki v donosnosti španskih državnih obveznic so se povečali za 16 bazičnih točk, portugalskih pa za 24 bazičnih točk.

Graf 16

Razmiki v donosnosti 10-letnih državnih obveznic euroobmočja glede na obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR

(v odstotnih točkah)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

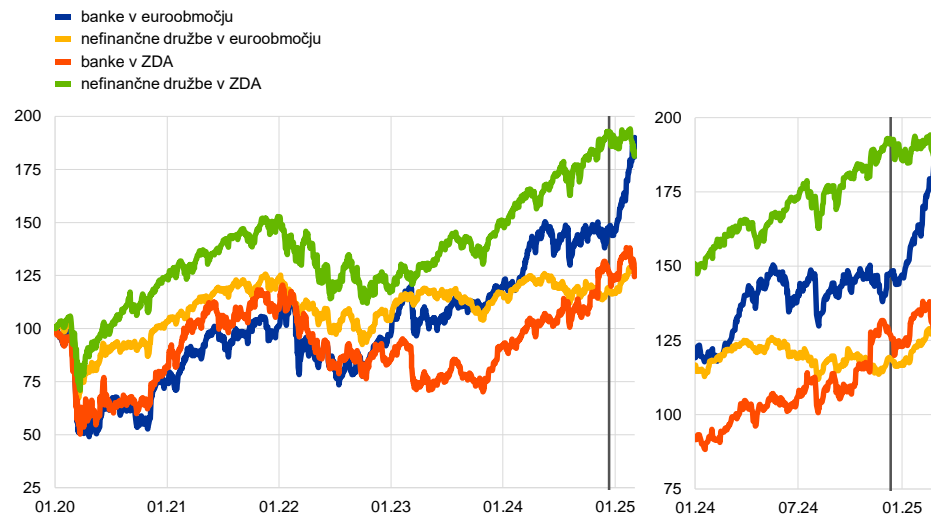
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (12. december 2024). Zadnji podatki se nanašajo na 5. marec 2025.

Tečaji delnic v euroobmočju so se okrepili zaradi obdobja velikih dobičkov kljub šibkim makroekonomskim napovedim in vse večji trgovinski negotovosti (graf 17). V obravnavanem obdobju so se tečaji delnic v euroobmočju na splošno povečali za 10,1%. Tečaji bančnih delnic so se povečali za 28,8%, tečaji delnic nefinančnih družb pa za 7,5%. Tečaje delnic v euroobmočju so podpirali obdobje velikih dobičkov in nedavno objavljeni načrti za povečanje javnofinančnih proračunov v Evropi. Podjetja v finančnem in industrijskem sektorju so poročala o še posebej velikih dobičkih glede na pričakovanja, zato so zabeležila največjo rast tečajev delnic. V ZDA je širši delniški indeks padel za 3,8% zaradi nedavne zaskrbljenosti glede gospodarskih obetov v ZDA in padca vrednotenja delnic v IT sektorju zaradi znatnega napredka na področju umetne inteligence na Kitajskem. Tečaji delnic ameriških nefinančnih družb so se zmanjšali za 4,4%, bank pa za 1,2%.

Graf 17

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 1. januar 2020 = 100)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (12. december 2024). Zadnji podatki se nanašajo na 5. marec 2025.

V skladu z gibanji na delniških trgih so se zmanjšali razmiki v donosnosti visoko donosnih podjetniških obveznic in podjetniških obveznic naložbenega razreda. Obdobje velikih dobičkov je vplivalo tudi na razmike v donosnosti podjetniških obveznic, ki so se ob določeni volatilitnosti zmanjšali tako v segmentu naložbenega razreda kot tudi v segmentu visoko donosnih obveznic. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic naložbenega razreda so se zmanjšali za približno 15 bazičnih točk, pri čemer so se razmiki v donosnosti obveznic, ki so jih izdale finančne družbe, zmanjšali manj kot razmiki v donosnosti obveznic nefinančnih družb. V segmentu visoko donosnih obveznic je bilo zaostrovanje za približno 30 bazičnih točk izrazitejše, kar odraža zmanjšanje razmikov v donosnosti obveznic nefinančnih družb za približno 35 bazičnih točk in finančnih družb za približno 20 bazičnih točk.

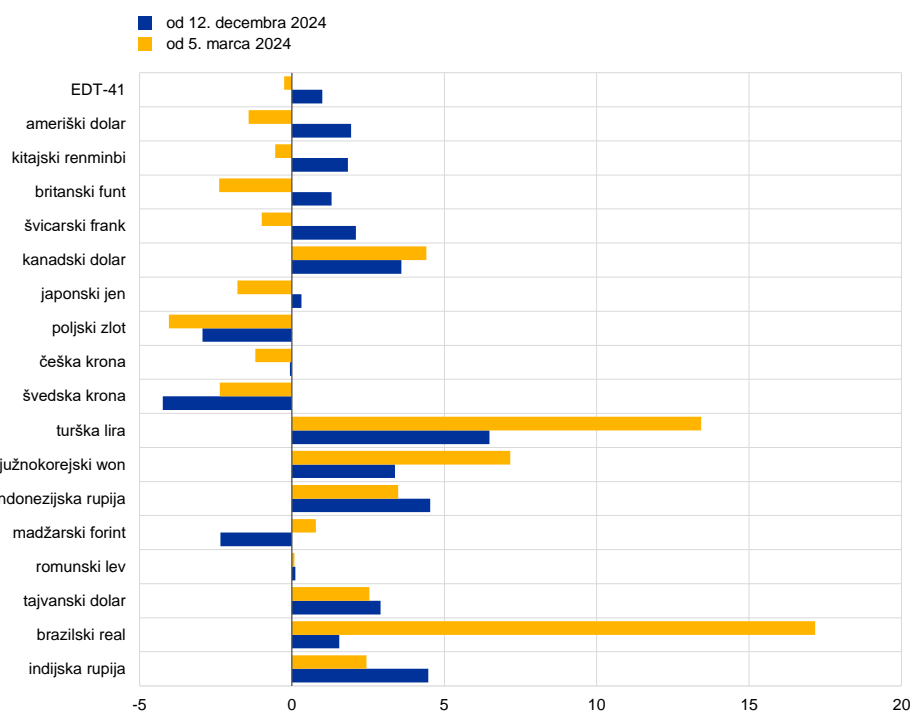
Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, apreciiral in se občutneje okrepil v primerjavi z ameriškim dolarjem (graf 18). Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 41 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je v obravnavanem obdobju zvišal za 1%. Euro se je v primerjavi z ameriškim dolarjem okrepil za 1,9%, potem ko so bile proti koncu obravnavanega obdobja aktualizirane informacije o naravnosti evropske javnofinančne politike. Euro je podpiralo (čeprav bolj skromno) tudi splošno povečanje svetovne naklonjenosti prevzemanju tveganj kljub napovedim carin in nekaterim pomislekom glede makroekonomskih obetov v ZDA, kar se je pokazalo v zmanjšanju razlike v obrestnih merah med ZDA in euroobmočjem. Euro se je kljub precejšnjim nihanjem okrepil v primerjavi z drugimi valutami. Če pogledamo največje trgovinske partnerice euroobmočja, se je euro okrepil za 1,3% v primerjavi z britanskim funtom, za 4,5% v primerjavi z indijsko rupijo in za 6,5% v primerjavi s turško liro. Oslabel je glede na poljski zlot (za 2,9%), in sicer zaradi pričakovanj

udeležencev na trgu o razmeroma strožji naravnosti denarne politike na Poljskem, in glede na švedsko krono (za 4,2%), kar je deloma posledica zmanjšanja pričakovanih razlik v obrestnih merah. V primerjavi z japonskim jenom je bil na splošno stabilen (+0,3%), saj se je vpliv strožje usmeritve denarne politike japonske centralne banke v obravnavanem obdobju izravnal s povečanjem donosnosti obveznic v euroobmočju.

Graf 18

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)



Vir: izračuni ECB.

Opombe: EDT-41 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 41 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 12. decembra 2024.

5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja

Zaradi znižanja obrestnih mer ECB postajajo posojila podjetjem in gospodinjstvom postopoma cenejša, rast posojil pa se krepi. Hkrati blažitev pogojev financiranja zavirajo pretekli dvigi obrestnih mer, ki se še vedno prenašajo v obstoječi obseg posojil, posojanje pa ostaja na splošno umirjeno. Januarja 2025 so ostali stroški financiranja za banke na splošno nespremenjeni na visokih ravneh, medtem ko so se obrestne mere bank za posojila še naprej postopno zniževale z najvišjih ravni. Povprečne obrestne mere za nova posojila podjetjem so se januarja znižale na 4,2%, za nova hipotekarna posojila pa na 3,3%. Rast obsega posojil podjetjem in gospodinjstvom se je januarja okrepila, vendar je ostala zaradi še vedno skromnega povpraševanja in strogih kreditnih standardov šibka in precej pod zgodovinskim povprečjem. Od 12. decembra 2024 do 5. marca 2025 so se stroški lastniškega in tržnega dolžniškega financiranja za podjetja povečali zaradi višje dolgoročne netvegane obrestne mere. Medletna stopnja rasti širokega denarja (M3) se je januarja rahlo okrepila na 3,6%.

Stroški financiranja za banke v euroobmočju so januarja 2025 kljub preteklim rezom obrestnih mer denarne politike ostali na splošno nespremenjeni. Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke v euroobmočju so se januarja le malo spremenili (graf 19, slika a). Pritiski na zvišanje stroškov financiranja za banke so bili predvsem posledica višje donosnosti bančnih obveznic (graf 19, slika b), ki je bila posledica sprememb dolgoročne netvegane obrestne mere, kot kažejo podatki, ki so bili na voljo do 5. marca. Povprečne obrestne mere za vloge so ostale dokaj stabilne, pri čemer je sestavljena obrestna mera za vloge januarja znašala 1,2%. Medtem ko so se obrestne mere za vezane vloge podjetij in gospodinjstev še naprej zniževale, so ostale obrestne mere za vloge čez noč in vloge na odpoklic z odpovednim rokom na splošno nespremenjene.

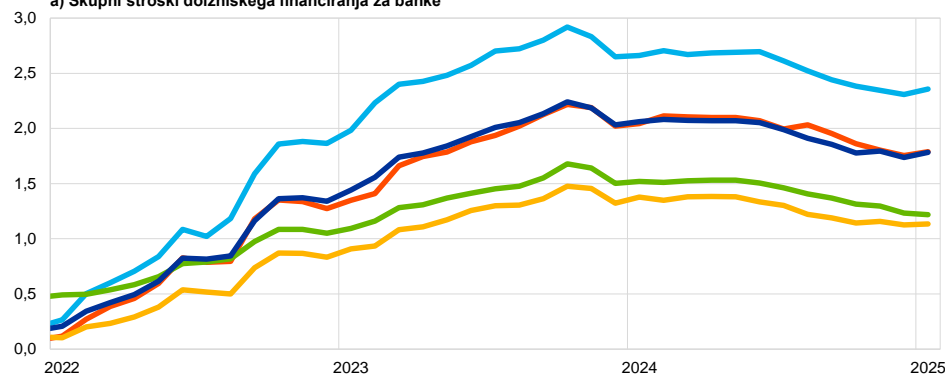
Graf 19

Skupni stroški bančnega financiranja v izbranih državah v euroobmočju

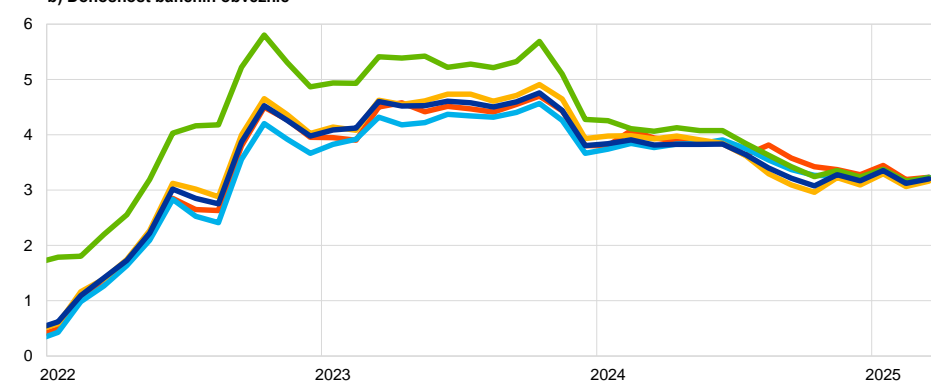
(v odstotkih na leto)

■ euroobmočje
■ Nemčija
■ Francija
■ Italija
■ Španija

a) Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke



b) Donosnost bančnih obveznic



Viri: ECB, S&P Dow Jones Indices LLC oziroma povezane družbe in izračuni ECB.

Opombe: Skupni stroški bančnega financiranja so tehtani stroški financiranja z vlogami in nezavarovanega tržnega dolžniškega financiranja. Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Donosnost bančnih obveznic se nanaša na mesečno povprečje obveznic z nadrejeno tranšo. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2025 pri skupnih stroških dolžniškega financiranja za banke (slika a) in na 5. marec 2025 pri donosnosti bančnih obveznic (slika b).

Obrestne mere bank za posojila podjetjem in gospodinjstvom so se še znižale.

Obrestne mere za posojila podjetjem in gospodinjstvom so se od poletja 2024 znižale zaradi nižjih obrestnih mer denarne politike ECB (graf 20). Obrestne mere za nova posojila nefinančnim družbam so se januarja 2025 znižale za 12 bazičnih točk in znašajo 4,24%, kar je približno 1 odstotno točko manj od najvišje vrednosti iz oktobra 2023 (graf 20, slika a). Znižanje je zajelo vse največje države euroobmočja in je bilo osredotočeno na posojila z ročnostjo do pet let. Nasprotno so se obrestne mere za posojila z zapadlostjo nad pet let zvišale za 11 bazičnih točk, kar odraža rast dolgoročnih netveganih obrestnih mer. Za podjetja so se stroški tržnega dolžniškega financiranja januarja povečali na 3,7%, kar je 0,2 odstotne točke nad decembrsko ravni. Razmik med obrestnimi merami za majhna in velika posojila podjetjem se je januarja zmanjšal na 0,31 odstotne točke, kar je blizu najnižje zabeležene vrednosti, in se razlikuje po državah. Obrestne mere za nova stanovanjska posojila gospodinjstvom so se novembra znižale za 14 bazičnih točk

na 3,25%, kar je okoli 80 bazičnih točk manj od najvišje vrednosti iz novembra 2023 (graf 20, slika b), in se razlikujejo po državah. Znižanje so povzročile samo nižje obrestne mere za novo izpogajana posojila, obrestne mere za nova posojila, razen novo izpogajanih posojil, pa so ostale na splošno nespremenjene.

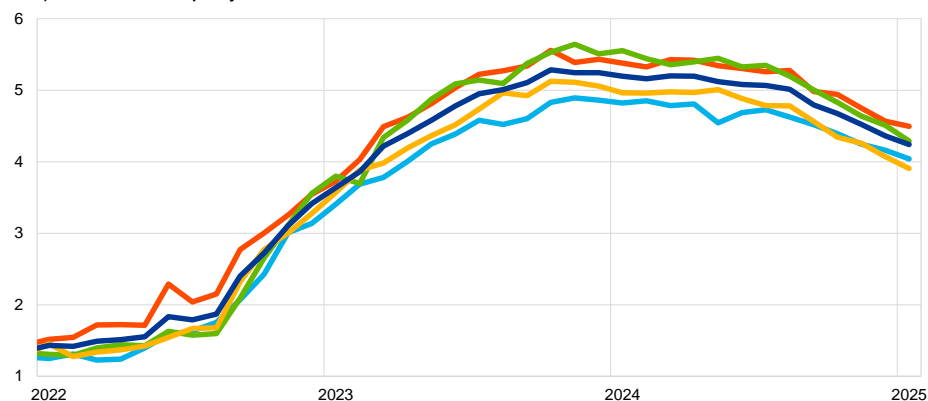
Graf 20

Skupne obrestne mere bank za posojila podjetjem in gospodinjstvom v izbranih državah euroobmočja

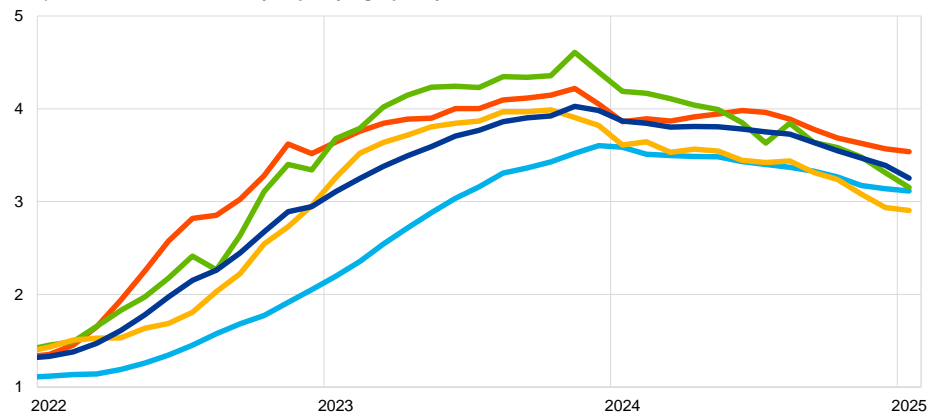
(v odstotkih na leto)

- euroobmočje
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija

a) Obrestne mere za posojila nefinančnim družbam



b) Obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom



Viri: ECB in izračuni ECB.

Opombe: Skupne obrestne mere bank za posojila so izračunane z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2025.

Od 12. decembra 2024 do 5. marca 2025 so se stroški lastniškega in tržnega dolžniškega financiranja za podjetja povečali. Na podlagi mesečnih podatkov, ki so na voljo do januarja 2025, so se skupni stroški financiranja za nefinančne družbe, tj. skupni stroški zadolževanja pri bankah, tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja, januarja zmanjšali v primerjavi z mesecem prej in so znašali 5,6%, kar je manj od večletne najvišje vrednosti, dosežene oktobra 2023 (graf 21).¹³

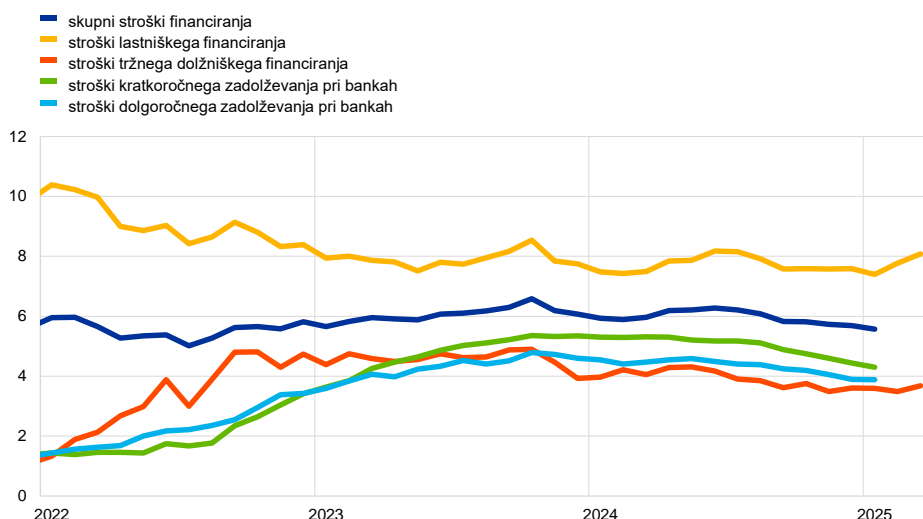
¹³ Zaradi zamikov v razpoložljivosti podatkov o stroških zadolževanja pri bankah so podatki o skupnih stroških financiranja za nefinančne družbe na voljo samo do januarja 2025.

Dnevni podatki za obdobje od 12. decembra 2024 do 5. marca 2025 kažejo, da so se stroški tržnega dolžniškega financiranja zvišali zaradi premika krivulje obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč navzgor pri srednjih in dolgih ročnostih, kar je le delno izravnalo znižanje razmikov v donosnosti podjetniških obveznic, povezano z obdobjem visokih dobičkov (glej razdelek 4), ki je bilo večje v segmentu visoko donosnih obveznic. Stroški lastniškega financiranja so se zvišali zaradi povečanja premije za tveganje lastniškega kapitala in zlasti zaradi višje dolgoročne netvegane obrestne mere, katere približek je obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč.

Graf 21

Nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju po komponentah

(v odstotkih na leto)



Viri: ECB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg, LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe temeljijo na mesečnih podatkih ter so izračunani kot tehtano povprečje stroškov dolgoročnega in kratkoročnega zadolževanja pri bankah (mesečni povprečni podatki), stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega financiranja (podatki za konec meseca na podlagi stanj). Zadnji podatki se nanašajo na 5. marec 2025 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja (dnevni podatki) ter na januar 2025 pri skupnih stroških financiranja in stroških zadolževanja pri bankah (mesečni podatki).

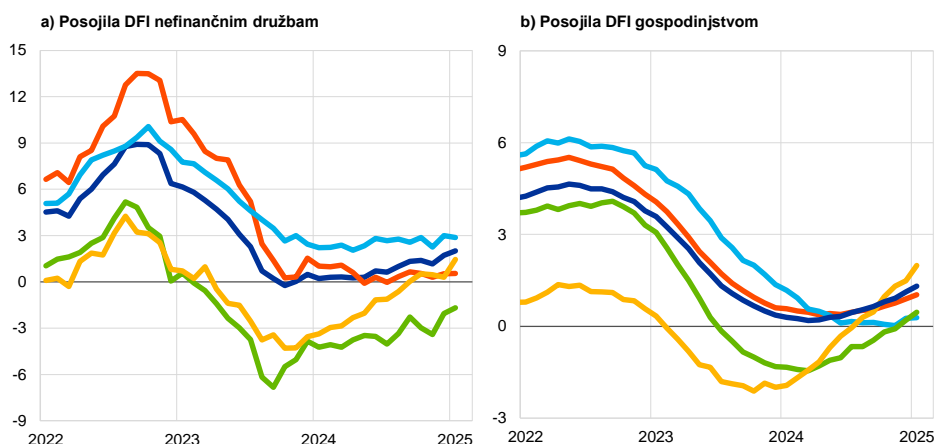
Rast obsega posojil podjetjem in gospodinjstvom se je januarja okrepila, vendar je ostala zaradi še vedno skromnega povpraševanja in strogih kreditnih standardov šibka in precej pod zgodovinskim povprečjem. Medletna stopnja rasti bančnih posojil podjetjem se je januarja 2025 ob volatilnih mesečnih tokovih povišala na 2,0%, kar je več kot 1,7% decembra 2024, vendar precej pod 4,8-odstotnim zgodovinskim povprečjem (graf 22, slika a). Do povišanja je prišlo kljub razmeroma šibkemu mesečnemu toku v januarju in je predvsem posledica učinkov osnove, saj negativni tok iz januarja 2024 ni bil več vključen v medletno vrednost. Rast dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdala podjetja, se je na letni ravni povišala na 3,4%. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom je še naprej vztrajno okrevala. Od decembra do januarja se je povišala z 1,1% na 1,3%, čeprav je ostala precej pod zgodovinskim povprečjem, ki znaša 4,1% (graf 22, slika b). Glavni vzrok za trend naraščanja so še vedno predvsem hipoteke, čeprav so se še naprej krepila tudi potrošniška posojila, katerih medletna rast se je januarja povišala na 4,0%. Nasprotno so bila druga posojila gospodinjstvom, vključno s posojili samostojnim

podjetnikom, ponovno šibka. [Anketa ECB o pričakovanjih gospodinjstev](#) je januarja pokazala, da delež gospodinjstev, ki so menila, da je dostop do posojil težji, še vedno presega delež gospodinjstev, ki so menila, da je dostop do posojil lažji.

Graf 22

Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: ECB in izračuni ECB.

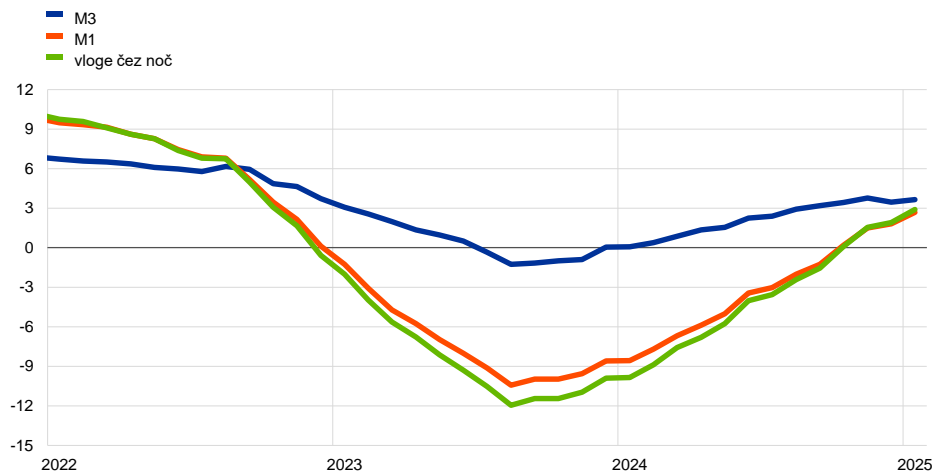
Opombe: Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev v primeru posojil nefinančnim družbam. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2025.

Rast širokega denarja (M3) je ostala januarja razmeroma stabilna, k čemur so prispevali bančni nakupi državnih vrednostnih papirjev, medtem ko so se neto tuji prilivi še naprej zmanjševali. Medletna rast agregata M3 je januarja 2025 znašala 3,6%, kar je več od 3,4% decembra 2024, vendar manj kot 3,8% novembra (graf 23). Medletna stopnja rasti ožjega denarja (M1), ki zajema najlikvidnejše instrumente v agregatu M3, se je januarja povišala na 2,7%, potem ko je decembra znašala 1,8%. Povišanje je bilo posledica skokovitega dviga medletne stopnje rasti vlog čez noč, ki se je z decembrskih 1,8% januarja povišala na 2,9%, kar kaže večjo naklonjenost vlagateljev likvidnosti. Struktura ustvarjanja denarja se je še naprej spreminjala. Medtem ko je prispevek neto tokov s tujino nadalje oslabil, so se januarja okrepili neto nakupi državnih vrednostnih papirjev s strani bank, prispevek posojil podjetjem in gospodinjstvom pa je pridobil na teži, čeprav je ostal umirjen. Hkrati sta na rast agregata M3 še naprej negativno vplivala krčenje bilance stanja Eurosistema in povečanje izdajanja dolgoročnih bančnih obveznic (ki niso vključene v agregat M3).

Graf 23

Agregata M3 in M1 ter vloge čez noč

(medletne spremembe v odstotkih, desezonirane in prilagojene za število delovnih dni)



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na januar 2025.

6 Javnofinančna gibanja

Po marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB naj bi se javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju leta 2024 zmanjšal na 3,2% BDP in do konca obdobja napovedi leta 2027 ostal približno nespremenjen. Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju naj bi se v letu 2024 po ocenah precej zaostрила, manjša zaostritev pa se predvsem zaradi zvišanja davkov pričakuje tudi v letu 2025. Medtem ko naj bi bila naravnost javnofinančne politike v letu 2026 nevtralna, se pričakuje, da se bo v letu 2027, ko naj bi se program »EU naslednje generacije« iztekel, razmeroma močno zaostрила. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se bo po napovedih počasi povečeval z že visoke ravni in se v letu 2027 približal 90%. Vlade bi morale zagotoviti vzdržne javne finance v skladu z okvirom ekonomskega upravljanja v EU ter dati prednost strukturnim reformam in strateškim naložbam, ki spodbujajo gospodarsko rast. Evropska komisija je 4. marca 2025 objavila načrt »ReArm Europe«, v katerem je predstavila nabor predlogov o tem, kako uporabiti razpoložljive finančne vzvode, da bi državam članicam EU pomagali hitro in znatno povečati izdatke za obrambne zmogljivosti.¹⁴ Načrt vključuje tudi uporabo fleksibilnosti v revidiranem okviru ekonomskega upravljanja, s čimer se državam članicam omogoči, da ukrepajo hitro glede na potrebe v trenutnih razmerah.¹⁵

Strokovnjaki ECB v marčnih makroekonomskih projekcijah napovedujejo, da bo javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju leta 2025 nespremenjen na ravni 3,2% BDP in bo do leta 2027 ostal bolj ali manj enak (graf 24).¹⁶ Proračunski primanjkljaj v euroobmočju naj bi se zaradi kombinacije obsežnih nediskrecijskih dejavnikov in odprave večine doslej veljavnih ukrepov pomoči, povezanih z energijo in inflacijo, po ocenah zmanjšal s 3,6% v letu 2023 na 3,2% BDP v letu 2024. Primanjkljaj naj bi bil v letu 2025 nespremenjen na ravni 3,2%, približno enak pa naj bi ostal tudi v obeh naslednjih letih, in sicer 3,3%. Relativno stabilni obeti so posledica počasnega izboljševanja ciklično prilagojenega primarnega salda, ki pa je večinoma odtehtano s postopnim povečevanjem obrestnih stroškov. K slednjemu prispeva prenos preteklih dvigov obrestnih mer, čeprav ta zaradi dolge preostale zapadlosti obstoječega državnega dolga poteka počasi. V primerjavi z decembrskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema je bil proračunski saldo za leto 2025 popravljen zelo malenkostno navzdol, močneje pa je bil popravljen navzdol za obdobje do konca obdobja projekcij (za 0,4 odstotne točke za leto 2027). Ti popravki so predvsem posledica poslabšanja makroekonomskih obetov, pa tudi določenega fiskalnega popuščenja pri diskrecijskih javnofinančnih ukrepih.

¹⁴ Glej »[Press statement by President von der Leyen on the defence package](#)«, Evropska komisija, Bruselj, 4. marec 2025.

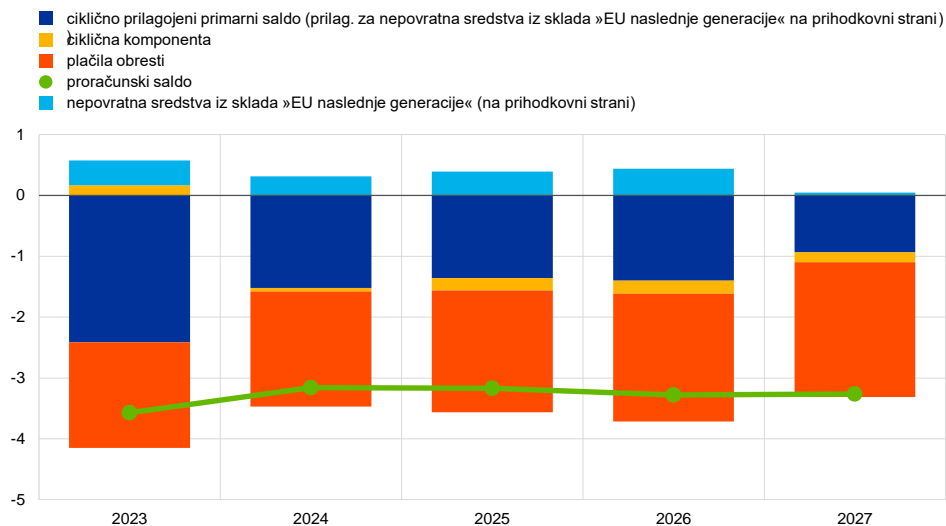
¹⁵ Po seji Sveta ECB 6. marca 2025 so nemški zakonodajalci 18. marca 2025 sprejeli spremembe ustavne dolžniške zavore, zlasti da bi omogočili višje izdatke za obrambo. Odobrili so tudi vzpostavitev posebnega sklada za dodatne naložbe v vrednosti do 500 milijard EUR v infrastrukturne in podnebne projekte.

¹⁶ Glej »[Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«, objavljene 6. marca 2025 na spletnem mestu ECB.

Graf 24

Proračunski saldo in komponente

(v odstotkih BDP)



Viri: izračuni ECB in [Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#).

Opomba: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v vseh 20 državah euroobmočja.

Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju se je v letu 2024 precej zaostрила, v letu 2025 naj bi se nekoliko zaostрила, precej pa ponovno v letu 2027.¹⁷

Na podlagi ocenjene letne spremembe ciklično prilagojenega primarnega salda, prilagojenega za nepovratna sredstva državam v okviru programa »EU naslednje generacije«, je mogoče sklepati, da se je javnofinančna politika v euroobmočju leta 2024 precej zaostрила (za 0,9 odstotne točke BDP). To je predvsem posledica tega, da bodo vlade večinoma odpravile ukrepe pomoči, povezane z energijo in inflacijo, ter rezultat obsežnih nediskrecijskih dejavnikov, ki odražajo močna gibanja prihodkov v nekaterih državah. V letu 2025 naj bi se naravnost javnofinančne politike po pričakovanjih zaostрила za 0,2 odstotne točke, in sicer predvsem zaradi višjih davkov, kar pa bo delno izravnano z negativnim prispevkom nediskrecijskih dejavnikov. Medtem ko naj bi naravnost javnofinančne politike v letu 2026 ostala približno nevtralna, naj bi se v letu 2027, ko se bo program »EU naslednje generacije« iztekel, precej zaostрила, in sicer za 0,5 odstotne točke BDP. Zato se bo naravnost javnofinančne politike v obdobju projekcij 2024–2027 skupno zaostрила za 1,6 odstotne točke BDP.

Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se bo v celotnem obdobju projekcij po napovedih počasi povečeval z že visoke ravni (graf 25).

Delež dolga se je med pandemijo precej povečal (na okrog 97% v letu 2020), nato pa se je od leta 2021 postopno zmanjševal. Vendar naj bi se po marčnih

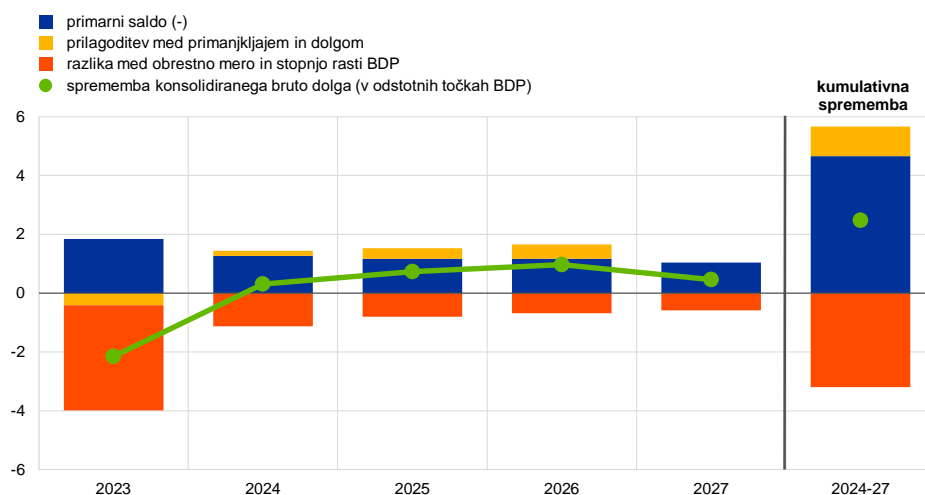
¹⁷ Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne podpore finančnemu sektorju. Ker večji proračunski prihodki, povezani z nepovratnimi sredstvi sklada »EU naslednje generacije« iz proračuna EU, ne vplivajo na zmanjševanje povpraševanja, je ciklično prilagojeni primarni saldo prilagojen tako, da teh prihodkov ne vključuje. Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju je podrobneje obravnavana v članku z naslovom »The euro area fiscal stance«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, junij 2016.

makroekonomskih projekcijah izboljševanje ustavilo, delež dolga pa naj bi se postopno povečal z okrog 87% BDP v letu 2023 na okrog 90% BDP v letu 2027. K povečevanju v obdobju projekcij bosta prispevala nadaljnji primarni primanjkljaj ter pričakovana pozitivna prilagoditev med primanjkljajem in dolgom, ki ju le delno odtehta ugodna (negativna) razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP.

Graf 25

Dejavniki sprememb javnega dolga v euroobmočju

(v odstotkih BDP, razen kjer je navedeno drugače)



Viri: izračuni ECB in [Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#).

Opomba: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v vseh 20 državah euroobmočja.

Svet EU za ekonomske in finančne zadeve (ECOFIN) je 21. januarja 2025 potrdil priporočila o prvem sklopu nacionalnih srednjeročnih fiskalnih strukturnih načrtov. Štiri države euroobmočja (Belgija, Nemčija, Litva in Avstrija) svojih načrtov še niso predložile. Kar zadeva postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem, je ECOFIN v skladu s členom 126(7) [Pogodbe o delovanju Evropske unije](#) (PDEU) sprejel priporočila, v katerih je določil poti in roke za odpravo čezmernega primanjkljaja.¹⁸ Italija in Madžarska sta bili pozvani, naj svoj javnofinančni primanjkljaj na raven pod 3% BDP zmanjšata do leta 2026, Belgija, Malta in Slovaška do leta 2028, Francija do leta 2029 in Romunija do leta 2030. V omenjenih priporočilih je za vsako od teh držav določen rok 30. april 2025, do katerega naj učinkovito ukrepajo in predstavijo potrebne ukrepe za odpravo čezmernega primanjkljaja.

Evropska komisija je 4. marca objavila načrt »ReArm Europe«, v katerem je predstavila nabor petih predlogov o tem, kako uporabiti razpoložljive finančne vzvode, da bi državam članicam EU pomagali hitro in znatno povečati izdatke za obrambne zmogljivosti. Prvi predlog vključuje sprostitev javnih finančnih sredstev za obrambo na nacionalni ravni z aktivacijo nacionalne odstopne klavzule iz Pakta za stabilnost in rast pod pogojem, da se ohranja fiskalna vzdržnost. To bi državam članicam omogočilo, da povečajo svoje izdatke za obrambo, denimo za 1,5% BDP, ne da bi se zaradi tega sprožil postopek v zvezi s čezmernim

¹⁸ Pogodba o delovanju Evropske unije (UL C 202, 7. 6. 2016, str. 13).

primanjkljajem, in tako ukrepajo hitro glede na potrebe v trenutnih razmerah. Po oceni Komisije bi to pomenilo dodatno porabo v višini do 650 milijard EUR v obdobju 2025–2028. Drugi predlog se nanaša na vzpostavitev novega instrumenta, s katerim bi se z namenom povečanja vseevropskih obrambnih zmogljivosti državam članicam zagotovila posojila v višini 150 milijard EUR za naložbe na področju obrambe. Tretji predlog temelji na uporabi proračuna EU za usmerjanje sredstev v naložbe, povezane z obrambo. Zadnji dve področji ukrepanja sta namenjeni mobiliziranju zasebnega kapitala s pospešitvijo vzpostavljanja unije prihrankov in naložb ter prek Evropske investicijske banke.

Okvirji

1 Podjetniške naložbe: zakaj euroobmočje zaostaja za ZDA?

Pripravili Malin Andersson, Valerie Jarvis in Michel Soudan

Podjetniške naložbe v euroobmočju naraščajo manj dinamično kot v ZDA – in obeti ostajajo manj ugodni.¹ V obdobju po pandemiji med četrtem četrtletjem 2021 in četrtem četrtletjem 2024 so se podjetniške naložbe v ZDA povečale za 15,4%, kar je več kot dvakrat več kot v euroobmočju, kjer so se v tem obdobju kumulativno povečale za 6,8% (graf A).² Gledano po skupinah so k razliki največ prispevale neopredmetene naložbe, tj. proizvodi intelektualne lastnine, pri katerih je rast v euroobmočju (brez volatilnih irskih proizvodov intelektualne lastnine) znašala samo polovico rasti v ZDA. Od drugih glavnih kategorij sredstev je transportna oprema k naložbam v euroobmočju prispevala le malenkost manj kot v ZDA. Po drugi strani so se naložbe v opremo in stroje v euroobmočju zmanjšale, medtem ko so v ZDA ostale rahlo pozitivne.

¹ Za zgodnejšo analizo glej okvir z naslovom »Okrevanje po pandemiji – zakaj euroobmočje raste počasneje kot ZDA?«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2024.

² Podrobni podatki iz nacionalnih računov so bili na voljo kmalu po presečnem datumu za to številko *Ekonomskega biltena*. Kot nadomestni kazalnik obsega podjetniških naložb so za euroobmočje uporabljene negradbene naložbe celotnega gospodarstva (brez volatilnih proizvodov intelektualne lastnine), za ZDA pa zasebne nestanovanjske negradbene naložbe v osnovna sredstva. Za euroobmočje glej »*Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area activity*«, *Occasional Paper Series*, št. 350, ECB, 2024.

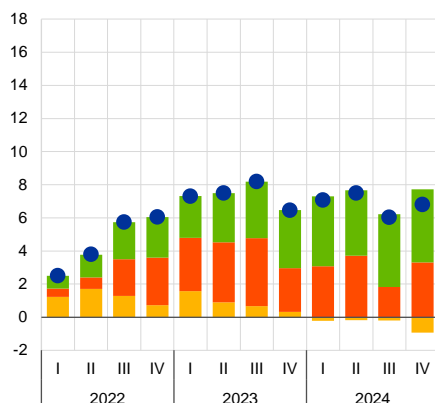
Graf A

Podjetniške naložbe in razčlenitev po sredstvih

a) euroobmočje

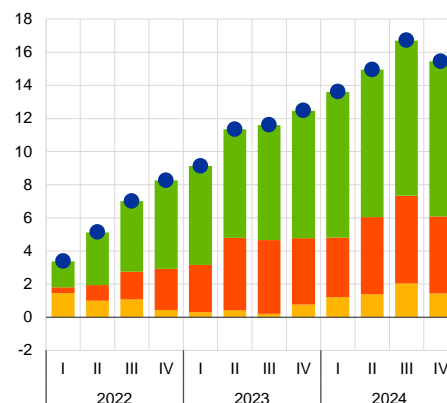
(kumulirane spremembe v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah)

- negradbene naložbe
- stroji in oprema razen prevoznih sredstev
- prevozna sredstva
- neopredmetena sredstva



b) ZDA

(kumulirane spremembe v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Negradbene naložbe in naložbe v neopredmetena sredstva v euroobmočju ne vključujejo proizvodov intelektualne lastnine na Irskem. Negradbene naložbe v ZDA pomenijo zasebne nestanovanjske naložbe v osnovna sredstva razen naložb v stavbe. Neopredmetena sredstva pomenijo proizvode intelektualne lastnine. Zadnji podatki se nanašajo na četrto četrtletje 2024.

Šibkejšje naložbe v opredmetena sredstva v euroobmočju je mogoče deloma pojasniti z manjšim povpraševanjem.

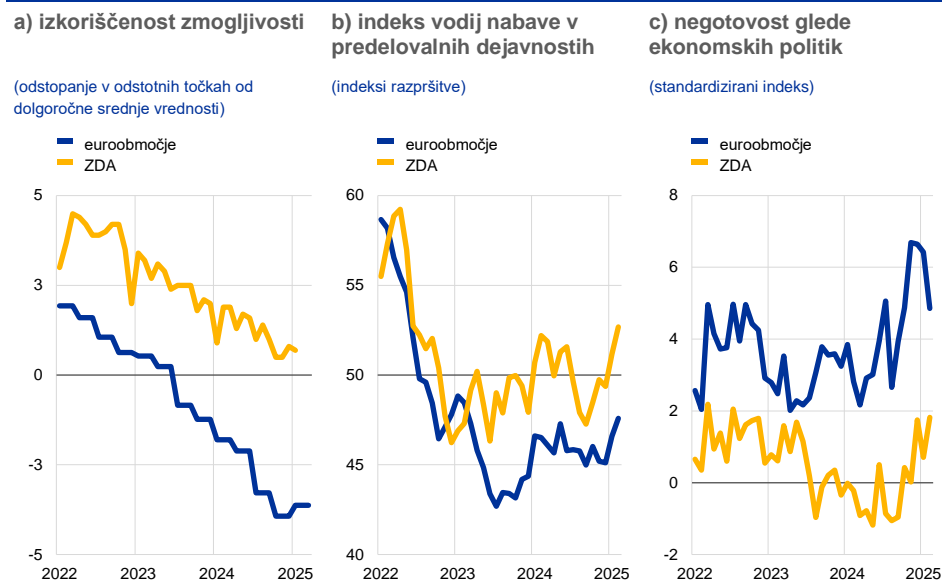
Od začetka leta 2022 je bilo domače povpraševanje po blagu, ki je glavno gonilo opredmetenih naložb v opremo in stroje, vključno s transportno opremo, v euroobmočju dosti bolj umirjeno kot v ZDA, tako da je izkoriščenost zmogljivosti od sredine leta 2023 upadla precej pod dolgoročno povprečje (graf B, slika a). Nasprotno je v ZDA močno skupno povpraševanje, ki ga je podpiralo hitro izvajanje ukrepov, ki spodbujajo naložbe, ohranjalo izkoriščenost zmogljivosti v predelovalnih dejavnostih nad povprečno ravno izpred pandemije. Poleg tega je verjetno, da je večja podražitev energentov v euroobmočju kot v ZDA skupaj s povečano geopolitično negotovostjo po ruski invaziji na Ukrajino bolj zmanjšala povpraševanje po naložbah v euroobmočju, saj je bila EU bolj odvisna od ruskega plina kot vira energije in je geografsko blizu vojnega območja. Podražitve energentov so lahko delovale tako neposredno pred višjih proizvodnih stroškov in manjšega zaupanja kot tudi posredno z izgubo konkurenčnosti na izvoznih trgih.³ Upad zaupanja je v euroobmočju od leta 2022 še posebej velik in vztrajen (graf B, slika b). Povpraševanje po naložbah je v euroobmočju v primerjavi z ZDA močno zaviralo tudi dejstvo, da je bila negotovost glede ekonomskih politik v euroobmočju v tem obdobju večja kot v ZDA (graf B, slika c).⁴

³ Glej članek z naslovom »Past and future challenges for the external competitiveness of the euro area«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2024.

⁴ Za oceno negativnega učinka negotovosti glede politik na naložbe glej npr. okvir z naslovom »Ekonomski signali na podlagi meril negotovosti«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2024 in Chen et al., »Economic policy uncertainty and firm investment: evidence from the U.S. market« *Applied Economics*, Vol. 51, št. 31, 2019, str. 3423–3435.

Graf B

Izkoriščenost zmogljivosti, indeks vodij nabave v predelovalnih dejavnostih in negotovost glede ekonomskih politik



Viri: Generalni direktorat Evropske komisije za ekonomske in finančne zadeve, S&P Global Market Intelligence, Baker et al. »Measuring Economic Policy Uncertainty«, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, št. 4, november 2016, str. 1593–1636; in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Izkoriščenost zmogljivosti je prikazana kot odstopanje od srednje vrednosti obdobja 1999–2019, medtem ko je negotovost glede ekonomskih politik euroobmočja povprečje štirih največjih gospodarstev euroobmočja, tehtano z BDP (standardizirano za obdobje 1999–2019). Zadnji podatki se nanašajo na januar 2025 za izkoriščenost zmogljivosti v ZDA, na februar 2025 za indeks vodij nabave (PMI) in za negotovost glede ekonomskih politik ter na prvo četrtletje 2025 za izkoriščenost zmogljivosti v euroobmočju.

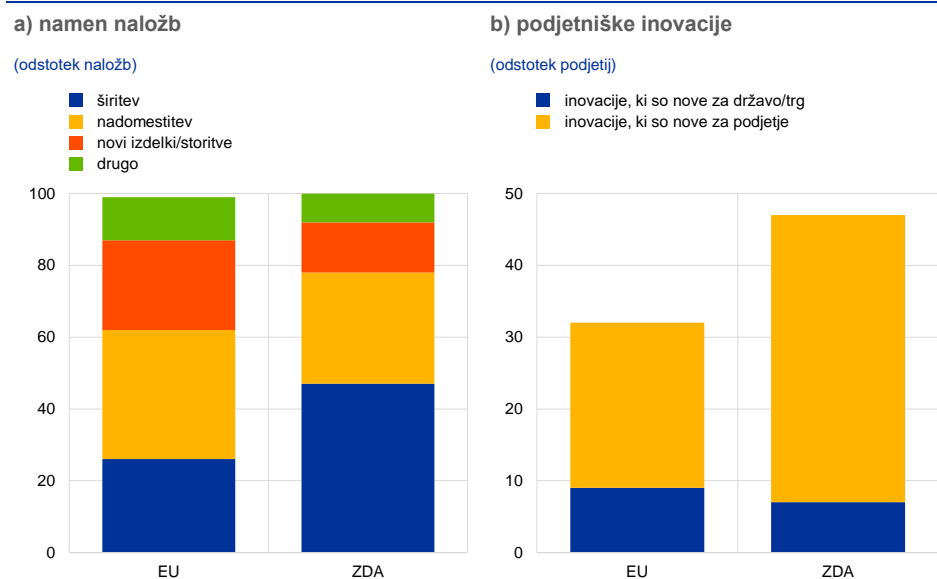
Obstaja tudi precejšnja razlika pri neopredmetenih naložbah, ki so povezane z izdatki za inovacije ter raziskave in razvoj, kar prispeva k povečevanju razkoraka v produktivnosti med EU in ZDA. Glede na anketo Evropske investicijske banke o [naložbah v letu 2024](#), ki vsebuje primerjalne podatke iz obsežne ankete podjetij v ZDA in EU, je bilo povečanje proizvodnih zmogljivosti pomembnejše gonilo naložb v ZDA kot v EU. Nasprotno je bil v EU glavni namen naložb zamenjava obstoječih zmogljivosti (graf C, slika a).⁵ Naložbe podjetij v ZDA se prav tako bolj usmerjajo v inovacije kot naložbe podjetij v EU (graf C, slika b). [Pregled stanja na področju industrijskih raziskav in razvoja v EU za leto 2024](#) kaže, da so naložbe v raziskave in razvoj v euroobmočju usmerjene v zrele industrije, kot so avtomobili in oprema, medtem ko so v ZDA vse bolj usmerjene v dejavnosti, ki temeljijo na IKT, vključno s podatkovnimi središči in zmogljivostmi za umetno inteligenco. Neopredmetene naložbe so ključne za dolgoročno rast in bodo verjetno prispevale k naraščanju razkoraka v produktivnosti med obema gospodarstvoma.⁶

⁵ Razčlenitev za euroobmočje še ni na voljo.

⁶ Glej McKinsey & Company, »Getting tangible about intangibles: The future of growth and productivity?«, 2021; okvir z naslovom »Rast produktivnosti dela v euroobmočju in ZDA: kratkoročna in dolgoročna gibanja«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2024; ter Herzog, Stein in Horn, », The Productivity Puzzle: It's the Lack of Investment, Stupid!«, *Intereconomics*, št. 2, 2018.

Graf C

Naložbe in inovacije



Vir: Anketa Evropske investicijske banke (EIB) o naložbah za leto 2024.

Opombe: Na sliki a) se številke zaradi zaokroževanja morda ne ujemajo. Na sliki b) podatki temeljijo na odgovorih na dve vprašanji o deležu vseh naložb, namenjenih razvoju ali uvedbi novih proizvodov, postopkov ali storitev, z razčlenitvijo na inovacije, ki so nove za podjetje, za državo ali za svetovni trg. Zadnji podatki se nanašajo na leto 2024.

Podjetja izpostavljajo večje ovire za naložbe v EU kot v ZDA. V EU so glavne ovire, o katerih so v anketi EIB 2024 poročala podjetja, pomanjkanje usposobljene delovne sile, visoki stroški energije, povečana negotovost in stroga zakonodaja. Zdi se, da so energetske stroški in negotovost v EU nekoliko pomembnejši kot v ZDA, kar deloma odraža večjo izpostavljenost podjetij EU posledicam ruske vojne v Ukrajini. Medtem ko je negotovost mogoče razumeti kot začasen dejavnik, bodo velike in dolgotrajne razlike v stroških energije, zakonodaji na trgu proizvodov in trgu dela ter pri vidikih, povezanih z razlikami v produktivnosti, verjetno vztrajale dalj časa.⁷ Zahtevnejša zakonodaja prispeva tudi k manjši podjetniški dinamiki v euroobmočju z manj vstopi in izstopi podjetij ter z navadno šibkejšo rastjo podjetij. To bo verjetno zaviralo naložbe, zlasti v neopredmetena sredstva.⁸

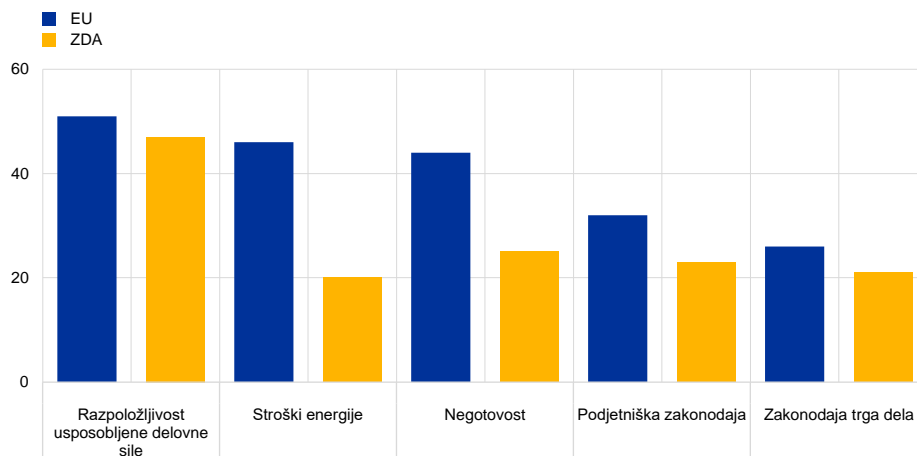
⁷ Glej članek z naslovom »European competitiveness: the role of institutions and the case for structural reforms«, *Ekonomski bilten*, številka 1, ECB, 2025.

⁸ Glej Thum-Thysen et al., »Investment dynamics in Europe: Distinct drivers and barriers for investing in intangible versus tangible assets?«, Vol. 51, december 2019, str. 77–88.

Graf D

Poročane glavne ovire za naložbe

(prispevki v odstotnih točkah)



Vir: Anketa EIB o naložbah za leto 2024.
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na leto 2024.

Hitrejšje izvajanje politik, ki spodbujajo naložbe, je prispevalo tudi k hitrejšemu in močnejšemu odboju naložb v ZDA. Čeprav bo sveženj »EU naslednje generacije« (NGEU) v višini 750 milijard EUR verjetno spodbudil podjetniške naložbe EU v digitalizacijo in zeleni prehod, se ta sredstva sproščajo zelo postopno in z zamikom. Tudi velikost z njimi povezanih fiskalnih multiplikatorjev je negotova.⁹ V ZDA zakon o zmanjšanju inflacije (IRA) skupaj z zakonom o čipih in znanosti znaša približno 835 milijard USD izdatkov za čisto energijo in proizvodnjo čipov. To je v absolutnem smislu nekoliko več od svežnja NGEU v EU, vendar predstavlja manjši delež BDP. Ta dva programa sta že močno spodbudila ameriške zasebne nestanovanjske naložbe v zgradbe, kar ni vključeno v graf A. Učinek je zlasti izrazil pri naložbah v predelovalnih dejavnostih, zlasti pri naložbah v tovarne, ki so se povečale bolj kot v EU.¹⁰ Hitrejša uporaba sredstev IRA v primerjavi z NGEU morda deloma odraža večjo zrelost enotnega trga v ZDA. Poleg tega se IRA osredotoča na zvezne neposredne davčne olajšave za podjetja in gospodinjstva, medtem ko v EU davčne politike ostajajo nacionalne.¹¹

Nedavne pobude EU za izboljšanje naložbenega okolja v euroobmočju bi morale prispevati k odpravi razkoraka z ZDA. Kompas za konkurenčnost, ki ga je nedavno objavila Evropska komisija, je dobrodošel korak naprej. Njegov cilj je povečati konkurenčnost in spodbuditi inovacije z naslednjimi ukrepi: poenostavitev zakonodaje in zmanjšanje zakonodajnega bremena, odprava ovir za boljši izkoristek

⁹ Za ekonomski učinek glej članek z naslovom »Four years into the Next Generation EU programme: an updated preliminary evaluation of its economic impact«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2024, za fiskalne multiplikatorje pa »The real effects of Next Generation EU«, *Recovery Watch*, 2024.

¹⁰ IRA je spodbudil naložbe v tovarne in druge proizvodne obrate, zlasti gradnjo podatkovnih središč, kar je bilo v EU, razen na Irskem, precej manj izrazito. Ker je predsednik Trump z 20. januarjem 2025 ustavil vsa izplačila, povezana z IRA, so njegove potencialne dolgoročne koristi vprašljive. Naložbe v nestanovanjske zgradbe v predelovalnih dejavnostih v ZDA so se od konca leta 2021 do tretjega četrtletja 2024 povečale za 112%, čeprav so znašale le 0,5% BDP in manj kot 4% zasebnih nestanovanjskih naložb v osnovna sredstva.

¹¹ Glej Cahen et al., »Is Next Generation EU a game changer? A Comparison with IRA and ways to respond«, *Eurofi Regulatory Update*, februar 2024.

enotnega trga, boljše usklajevanje politik v EU in na nacionalni ravni, izboljšanje dostopa do financiranja in povečanje dostopnosti financiranja. Zato je zdaj bistveno, da se uresniči program unije kapitalskih trgov, zlasti ker bi bolj izpopolnjeni trgi tveganega kapitala olajšali inovativnim podjetjem v EU, da dostopajo do tveganega kapitala in rastejo. Hitro izvajanje teh ukrepov je izjemnega pomena.

Je izvoz euroobmočja zamudil tehnološki vlak?

Pripravili Mattia Banin, Virginia Di Nino, Laura Lebastard, Noémie Lecourt in Stefan Schaefer

Delež euroobmočja na izvoznih trgih se je od pandemije zmanjšal. Delež podjetij euroobmočja v svetovnem blagovnem izvozu se je od leta 2019 zmanjšal za približno 2 odstotni točki.³⁰ Šibka rast izvoza euroobmočja je znak nižje rasti produktivnosti evropskih podjetij v primerjavi z drugimi večjimi gospodarstvi. Čeprav za težave na področju konkurenčnosti euroobmočja obstajajo številni vzroki, je bilo v Draghijevem poročilu poudarjeno, da je eden od glavnih dejavnikov za šibko gospodarsko uspešnost euroobmočja pomanjkanje konkurenčnosti Evrope v visokotehnoloških sektorjih.³¹ V tem okvirju analiziramo sektorsko sestavo nedavne skromne uspešnosti euroobmočja na svetovnih trgih s kategorizacijo izvoza glede na intenzivnost njegove tehnološke vsebine, kot se kaže v ravni izdatkov za raziskave in razvoj glede na dodano vrednost. To nam pomaga, da ugotovimo, kateri dejavniki povzročajo izgubo tržnega deleža v različnih sektorjih. Konkretnije v okviru preučujemo, ali so skupne izgube deležev na izvoznih trgih euroobmočja predvsem posledica omejene prisotnosti v hitro rastočih visokotehnoloških sektorjih ali pa posledica poslabševanja rezultatov v uveljavljenih sektorjih.

Za analizo učinkov različnih politik, ki so bile uporabljene v zadnjih letih za spodbujanje proizvodnje v posameznih sektorjih, je pomembno, da razumemo vlogo, ki jo ima sektorska sestava izvoza. Od leta 2019 sta ZDA in Kitajska uvedli nove politike, da bi med drugim okrepili njuno dinamiko izvoznih trgov v določenih sektorjih. V ZDA sta zakon o zmanjšanju inflacije (Inflation Reduction Act) ter zakon o čipih in znanosti (CHIPS and Science Act) usmerjena v cilj povečati naložbe v visokotehnološke sektorje in proizvodnjo vrniti v ZDA. Na Kitajskem vlada s politikami za razvoj nacionalnih vodilnih podjetij sledi dolgoletni strategiji spodbujanja tehnološkega napredka z velikimi subvencijami za visokotehnološke panoge.³² Zaradi teh subvencij so nastale presežne zmogljivosti, ki kitajskim proizvajalcem omogočajo, da na tujih trgih izvajajo agresivne cenovne strategije. To je skladno s kitajskim konceptom »novih proizvodnih sil«, ki gospodarsko rast spodbuja predvsem z inovacijami in tehnološkim razvojem, s poudarkom na sektorjih, kot so električna vozila, mikročipi, umetna inteligenca in novi materiali.³³ Ker oblasti v drugih večjih gospodarstvih uporabljajo takšne instrumente za spodbujanje naložb in proizvodnje v določenih sektorjih, je pomembno razumeti, kako sektorska dinamika vpliva na splošno izvozno uspešnost euroobmočja.

Eurostat deli sektorje predelovalnih dejavnosti v štiri kategorije glede na tehnološko vsebino proizvedenega blaga. Visokotehnološki sektorji vključujejo

Glej članek z naslovom »[Past and future challenges for the external competitiveness of the euro area](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2024.

Glej Draghi, M., »[The future of European competitiveness](#)«, Evropska komisija, september 2024.

³² Za več informacij glej Institute for Security & Development Policy, »[Made in China 2025](#)«, *Backgrounder*, junij 2018.

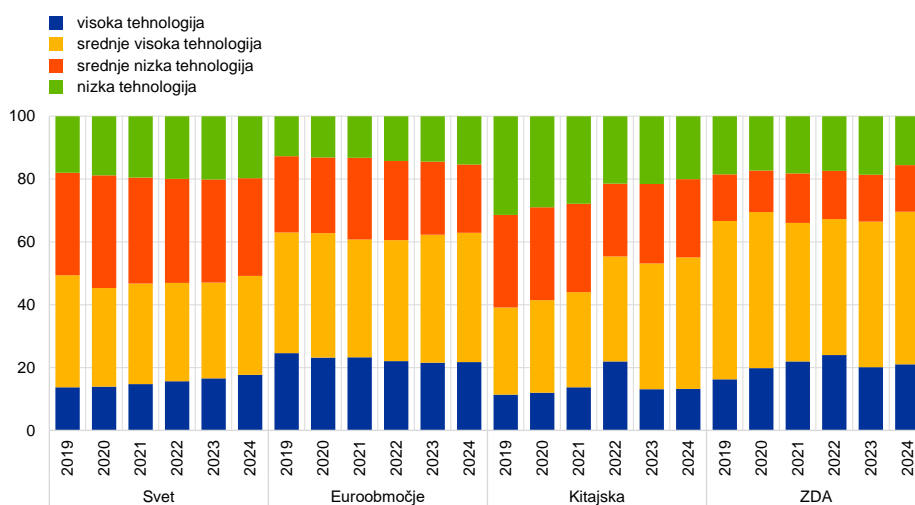
³³ Glej članek z naslovom »[The evolution of China's growth model: challenges and long-term growth prospects](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 5, ECB, 2024.

farmaceutске izdelke, telekomunikacijsko opremo in zračna plovila, medtem ko srednje visokotehnološki sektorji vključujejo motorna vozila, kemikalije in električno opremo.³⁴ Srednje visoka tehnologija predstavlja največji svetovni izvozni trg (32% leta 2024), ki je precej večji od trga za visoko tehnologijo (18% leta 2024) (graf A). Vendar pa se sektorji srednje visoke tehnologije od leta 2019 krčijo, medtem ko so se sektorji visoke tehnologije v tem obdobju povečali za 6 odstotnih točk.

Graf A

Izvoz predelovalnih dejavnosti po tehnološki intenzivnosti

(v odstotkih)



Viri: Trade Data Monitor (TDM), Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Izvoz je v nominalni vrednosti. Podatki za leto 2024 so nepopolni. Zadnji podatki se nanašajo na november 2024.

Tehnološka sestava izvoza euroobmočja, Kitajske in ZDA v zadnjih letih postaja bolj podobna.

Sektorska sestava izvoza euroobmočja je od leta 2019 razmeroma stabilna, z 41-odstotnim deležem srednje visoke tehnologije v skupnem izvozu predelovalnih dejavnosti v letu 2024 (graf A). V istem obdobju se je kitajski delež srednje visoke tehnologije v izvozu močno povečal z 28% na 42%. Ta sprememba kaže, da se je kitajski izvoz premaknil po vrednostni verigi navzgor, tako da izvozna struktura postaja vse bolj podobna strukturi v euroobmočju.³⁵ Po drugi strani se je v izvozu ZDA najbolj povečal delež visoke tehnologije.

Analiza spremembe deležev kaže, da je euroobmočje izgubilo nekaj ozemlja v vseh izvoznih sektorjih predelovalnih dejavnosti, vendar so bile izgube tržnega deleža še posebej velike v sektorjih srednje visoke tehnologije.

V grafu B so razčlenjena gibanja skupnega deleža na izvoznih trgih po sektorjih. Za vsako gospodarstvo graf razlikuje med dvema vidikoma prispevkov sektorja: (i) komponenta »uspešnosti«, ki meri spremembe tržnega deleža posameznega gospodarstva za vsak sektor (razmerje med rastjo izvoza tega gospodarstva in svetovno rastjo uvoza v vsakem sektorju) in (ii) komponenta »svetovno gibanje«, ki

³⁴ Podroben opis sektorjev v kategorijah »visoka tehnologija«, »srednje visoka tehnologija«, »srednje nizka tehnologija« in »nizka tehnologija« je na Eurostatovem spletnem mestu na strani »[High-tech classification of manufacturing industries](#)«.

³⁵ Glej Al-Haschimi, A., Emter, L., Gunnella, V., Ordoñez Martínez, I., Schuler, T. in Spital, T., »[Why competition with China is getting tougher than ever](#)«, *Blog ECB*, ECB, 3. september 2024.

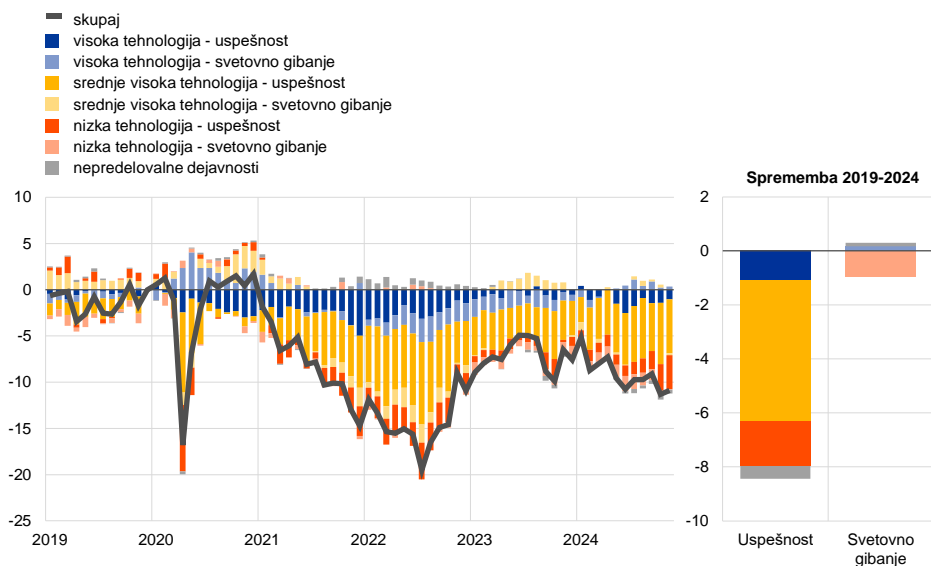
meri svetovno rast vsakega sektorja (merjeno kot razmerje med svetovnim uvozom v sektorju in skupnim svetovnim uvozom). Z drugimi besedami, ta analiza ugotavlja, ali je sprememba skupnega deleža danega gospodarstva v svetovnih izvoznih trgih povzročilo povečanje tržnega deleža tega gospodarstva v določenih sektorjih ali pa skupna svetovna rast teh sektorjev. Čeprav se je delež euroobmočja na izvoznih trgih zmanjšal v vseh segmentih, so k temu trendu največ prispevali sektorji srednje visoke tehnologije, na katere je od leta 2019 odpadlo 55% kumuliranih izgub (graf B, slika a). Razmeroma šibko je bilo tudi poslovanje visokotehnoloških sektorjev. Čeprav je bilo močno svetovno povpraševanju v visokotehnoloških sektorjih koristno tudi za euroobmočje, se je njegov delež v primerjavi z drugimi večjimi gospodarstvi še vedno zmanjšal.

Graf B

Prispevki po sektorjih k gibanju deležev na izvoznih trgih

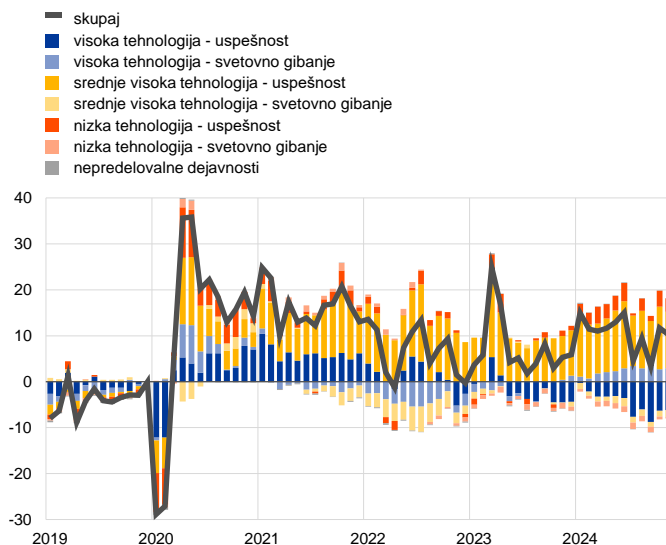
a) euroobmočje

(indeks: december 2019 = 0)



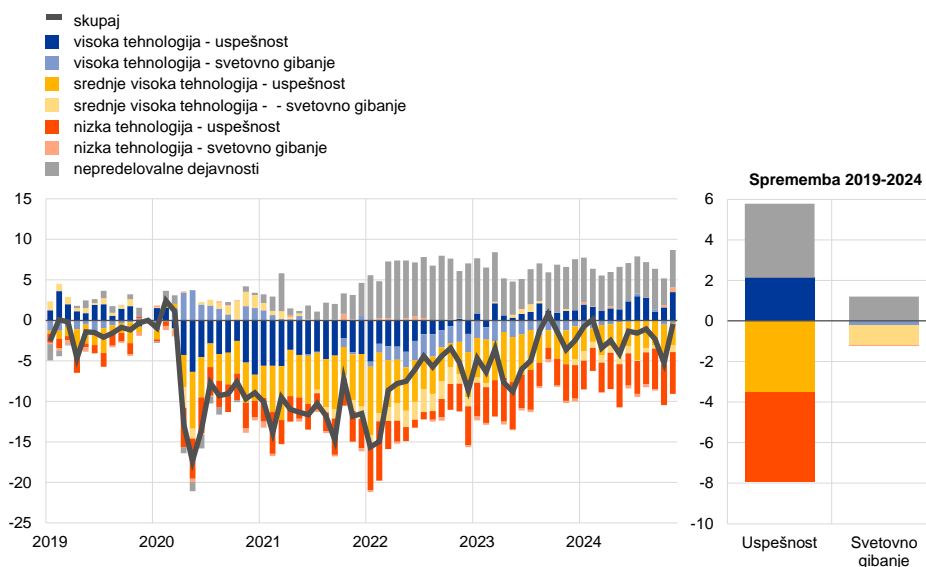
b) Kitajska

(indeks: december 2019 = 0)



c) ZDA

(indeks: december 2019 = 0)



Viri: TDM, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.
Opombe: Desezonirani podatki. Deleži na izvoznih trgih so po vrednosti in samo za blago. Za izračun skupnih tržnih deležev se uporabljajo podatki CPB. Za izračun uteži sektorjev se uporabljajo podatki TDM. Zadnji podatki se nanašajo na november 2024.

Kitajska je pridobila precejšen delež izvoznih trgov v srednje visokotehnoloških sektorjih, ZDA pa so povečale svoj delež v visokotehnoloških sektorjih.

Videti je, da je uspešnost kitajskega izvoza skoraj obratnosorazmerna uspešnosti izvoza euroobmočja, saj se je kitajski delež močno povečal prav v srednje visokotehnoloških sektorjih (graf B, slika b). Po drugi strani so ZDA leta 2024 dosegle skoraj popolno okrevanje svojih deležev na izvoznih trgih v primerjavi z letom 2019, saj so bolj od ostalih povečale delež v visokotehnoloških sektorjih in v nepredelovalnih sektorjih, zlasti pri pridobivanju nafte in plina (graf B, slika c).

Izvozna uspešnost euroobmočja v visokotehnoloških sektorjih je mešana, z izrazito močnim farmacevtskim sektorjem, a veliko šibkostjo pri elektroniki in računalnikih. Visokotehnološke industrije so od leta 2019 na agregatni ravni zabeležile največjo rast svetovne dodane vrednosti (graf C). Euroobmočje je na svetovni ravni vodilno v farmacevtskem sektorju s 36% svetovnega izvoza in še naprej povečuje tržni delež.³⁶ Še en visokotehnološki sektor, v katerem je bilo euroobmočje uspešno, je sektor »navigacijski in optični instrumenti«. Nasprotno je bil izvoz v drugih visokotehnoloških sektorjih šibek, tržni deleži pa so se vztrajno zmanjševali. V najhitreje rastočih sektorjih so druga večja gospodarstva povečala delež na račun euroobmočja, npr. Kitajska pri elektronskih napravah in ZDA pri računalnikih.

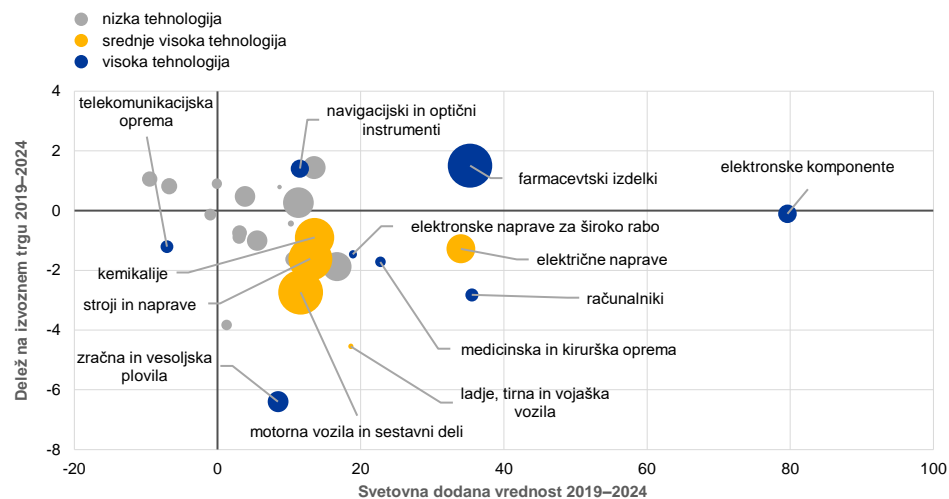
³⁶ Ameriška podjetja predstavljajo 42% dodane vrednosti v irskem farmacevtskem izvozu (ki je leta 2024 predstavljal 17% celotnega farmacevtskega izvoza euroobmočja). Polovica te dodane vrednosti se izvozi nazaj v ZDA.

Graf C

Rast tržnega deleža in rast svetovne dodane vrednosti po sektorjih

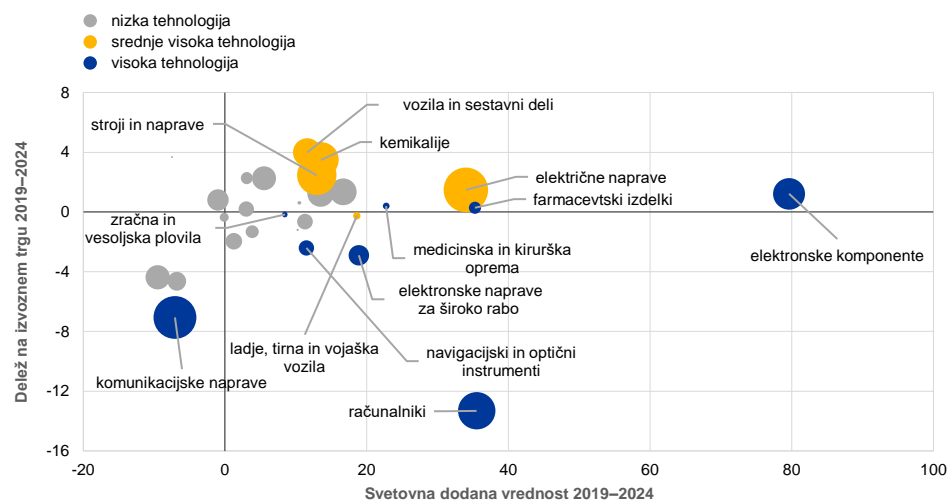
a) euroobmočje

(os x: spremembe v odstotkih, os y: spremembe v odstotnih točkah)



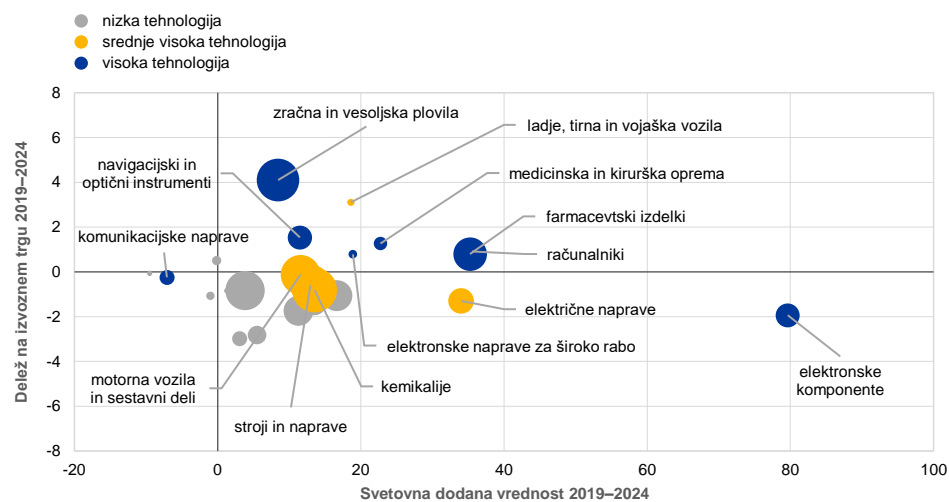
b) Kitajska

(os x: spremembe v odstotkih, os y: spremembe v odstotnih točkah)



c) ZDA

(os x: spremembe v odstotkih, os y: spremembe v odstotnih točkah)



Viri: TDM, Oxford Economics, Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Klasifikacija sektorjev temelji na NACE Rev. 2. Vključeni so naslednji visokotehnološki in srednje visokotehnološki sektorji (oddelki/skupine NACE Rev. 2 so navedeni v oklepaju): kemikalije (20), farmacevtski izdelki (21), elektronske komponente (26.1), računalniki (26.2), komunikacijske naprave (26.3), elektronske naprave za široko rabo (26.4), medicinska in kirurška oprema (26.6), navigacijski in optični instrumenti (26.5, 26.7, 26.8), električne naprave (27), stroji in naprave (28), motorna vozila in sestavni deli (29), zračna in vesoljska plovila (30.3), ladje, tirna in vojaška vozila (30 razen 30.3). Tehnološka intenzivnost sektorjev sledi Eurostatovi visokotehnološki klasifikaciji predelovalnih dejavnosti ([High-tech classification of manufacturing industries](#)). Velikost krožca ustreza deležu v skupnem nominalnem izvozu gospodarstva v letu 2024. Rast svetovne dodane vrednosti v četrtem četrtletju 2024 je napoved. Podatki za leto 2024 so nepopolni za izvoz in deleže na izvoznih trgih. Zadnji podatki se nanašajo na november 2024.

Euroobmočje je največ deleža izgubilo proti Kitajski v srednje

visokotehnoloških panogah. Za euroobmočje predstavlja izvoz srednje visokotehnoloških izdelkov velik del celotnega izvoza in bistveno presega izvoz v visokotehnoloških panogah. Tudi ZDA so v tem segmentu izgubile tržne deleže, čeprav v manjši meri. Kitajska pridobiva tržne deleže na račun vodilnih na trgu, kot je euroobmočje, zlasti na področju električnih vozil, ki imajo velike koristi od kitajske industrijske politike.

3 Naraščajoče energijske potrebe umetne inteligence in njen vpliv na cene surovin

Pripravila Vlad Burian in Arthur Stalla-Bourdillon

Uvajanje modelov umetne inteligence (UI) se je po vsem svetu močno povečalo, za kar so potrebne precejšnje računalniške zmogljivosti. Poraba energije v podatkovnih središčih, povezana z umetno inteligenco, je trenutno omejena in ocenjena na približno 20 teravatnih ur (TWh) ali 0,02% svetovne porabe energije.³⁷ Vendar pa se modeli umetne inteligence vse pogosteje uporabljajo za razvoj inteligentnih aplikacij, ki segajo od UI asistentov do samovozečih vozil. Za modele generativne umetne inteligence, zlasti tiste, ki se uporabljajo za ustvarjanje besedil in slik, so potrebne velike količine energije, in sicer tako za usposabljanje modela kot tudi za njegovo delovanje. Tako denimo ena sama poizvedba v modelu ChatGPT3 porabi približno desetkrat več energije kot običajno iskanje v Googlu.³⁸ Pričakuje se, da se bo z razvojem novejših in bolj računalniško intenzivnih velikih jezikovnih modelov (LLM) s tem povezana poraba energije še naprej povečevala.³⁹

Zdaj že obstaja jasna povezava med povečano uporabo umetne inteligence in porabo energije. Poraba energije »veličastne sedmerice« – sedmih največjih ameriških tehnoloških podjetij, med katerimi sta Alphabet in Microsoft – ter podjetij, ki upravljajo podatkovna središča, raste veliko hitreje kot poraba podjetij v indeksu S&P 500, kar je lahko povezano z vse večjo uporabo umetne inteligence. Spremembe v letni porabi energije v letu 2023 kažejo, da je mediana porabe energije v podjetjih indeksa S&P 500 ostala nespremenjena, medtem ko se je poraba veličastne sedmerice povečala za 19%, poraba upraviteljev podatkovnih središč pa za 7%.

V prihodnje bo povpraševanje po energiji, povezano z umetno inteligenco, predvidoma še naraščalo, vendar ne v vseh državah enako. Čeprav obstaja veliko negotovosti v zvezi s prihodnjo uporabo umetne inteligence, Mednarodna agencija za energijo (IEA) predvideva, da bi podatkovna središča, tako za umetno inteligenco kot tudi ostala, v letu 2026 lahko porabila za 80% več energije kot v letu 2022, in sicer tudi ob upoštevanju večje učinkovitosti (graf A).⁴⁰ Natančneje se bo poraba električne energije v podatkovnih središčih, ki temeljijo na umetni inteligenci, po pričakovanih povečala za 90 TWh in prispevala 20 odstotnih točk k splošni rasti porabe energije v podatkovnih središčih. To ustreza približno 4% sedanje porabe električne energije v EU. Po napovedih IEA se bo poraba energije v podatkovnih

³⁷ Glej »World Energy Outlook 2023«, Mednarodna agencija za energijo, oktober 2023.

³⁸ De Vries, A., »The growing energy footprint of artificial intelligence«, *Joule*, Vol. 7, št. 10, oktober 2023, str. 2191–2194.

³⁹ Pričakuje se, da se bo z UI povezano povpraševanje po energiji povečalo, čeprav se naročnina za nekatere LLM zaračunava glede na število poizvedb, zaradi česar bi se uporaba teh modelov lahko zmanjšala v primerjavi z brezplačnimi modeli.

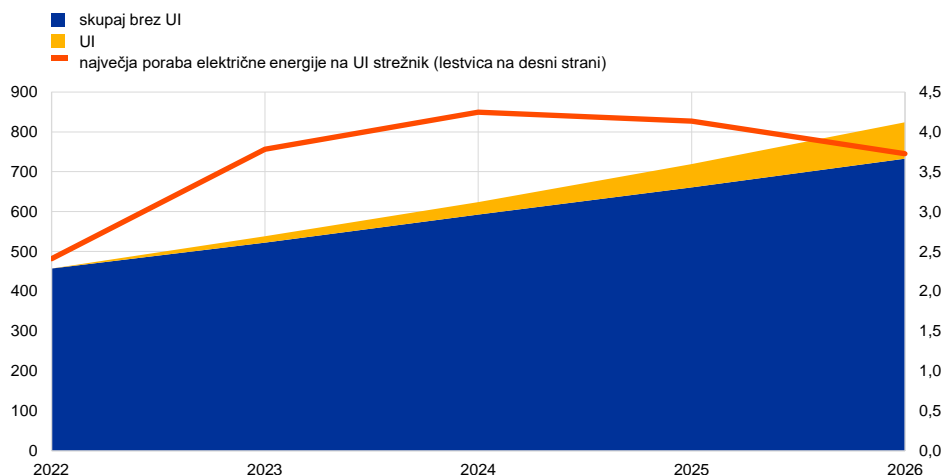
⁴⁰ Glej »Electricity 2024«, Mednarodna agencija za energijo, januar 2024. IAE pričakuje, da k porabi energije v podatkovnih središčih ne bo bistveno prispevala samo umetna inteligenca, ampak tudi računalništvo v oblaku in kriptovalute.

središčih, tako za aplikacije UI kot tudi ostale, najhitrejša povečevala na Kitajskem (za 70 Twh) in v ZDA (za 60 TWh).

Graf A

Napovedana rast povpraševanja po električni energiji v podatkovnih središčih

(lestvica na levi strani: v teravatnih urah, lestvica na desni strani: v kilovatih)



Viri: IEA, Goldman Sachs in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Povpraševanje po električni energiji za umetno inteligenco je med letoma 2022 in 2026 linearno interpolirano, vrednosti za leto 2026 pa so vzete iz napovedi IEA. Oranžna črta kaže predvideno največjo porabo električne energije strežnika umetne inteligence, pri čemer izpostavlja pričakovano povečanje učinkovitosti.

Pričakuje se, da bodo dodatno povpraševanja po energiji za umetno inteligenco pokrile plinske elektrarne ali obnovljivi viri energije.

Regulativna prizadevanja za zmanjšanje ogljičnega odtisa spodbujajo podjetja, da dajejo prednost ogljično nevtralnim energetskim možnostim, zlasti obnovljivim virom energije. Tehnološki giganti preučujejo tudi druge možnosti, kot so nove jedrske elektrarne, vendar verjetno niti rešitve, ki vključujejo partnerstva z novimi velikimi elektrarnami, niti tiste, ki vključujejo nakup majhnih modularnih reaktorjev, ne bodo začele delovati pred letom 2026. V primeru pomanjkanja električne energije se pričakuje, da bo zemeljski plin dopolnil obnovljive vire energije, saj onesnažuje manj kot premog. Tako sta mogoča dva polarna in skrajna scenarija: eden, v katerem vse povpraševanje po energiji zadovoljujejo plinske elektrarne, in drugi, v katerem ga zadovoljujejo obnovljivi viri energije.

Celo v prvem scenariju, ki predpostavlja, da povpraševanje po električni energiji v podatkovnih središčih, ki temeljijo na umetni inteligenci, v celoti zadovoljujejo plinske elektrarne, je vpliv na cene plina omejen.

S sorazmernim zmanjšanjem povpraševanja po energiji, kot ga ocenjuje IEA, na velikost ameriškega trga s plinom ter na skupno velikost azijskega in evropskega trga s plinom ter nato z uporabo elastičnosti iz literature ugotavljamo, da bi se cene plina v Aziji in Evropi lahko zvišale za okoli 9%, v ZDA pa za 7% (graf B).⁴¹ Poleg tega bi podatkovna središča, ki temeljijo na umetni inteligenci, prispevala približno 2 odstotni točki povečanja tako na azijskem in evropskem kot tudi na ameriškem trgu. Zato se pričakuje, da bo uvajanje umetne inteligence povzročila le omejen pritisk na zvišanje

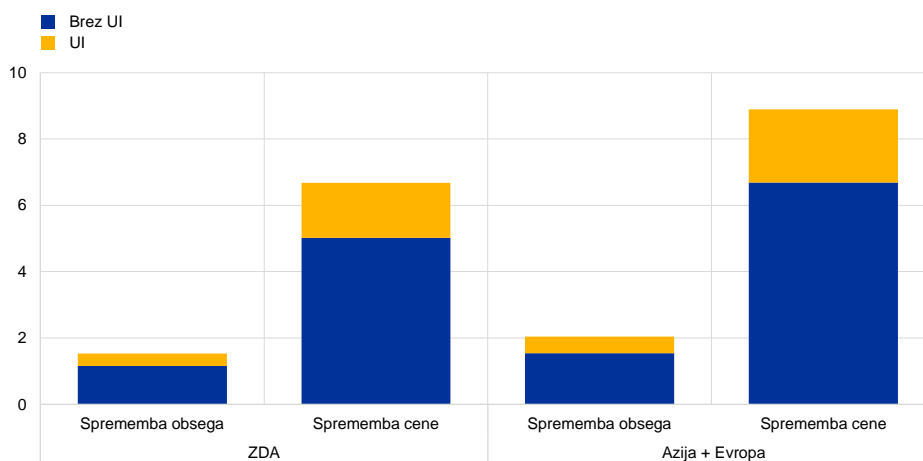
⁴¹ Uporabljene elastičnosti so vzete iz Albrizio, S. et al., »Sectoral Shocks and the Role of Market Integration: The Case of Natural Gas«, *AEA Papers and Proceedings*, Vol. 113, maj 2023, str. 43–46.

cen plina. Razlog je v tem, da je šok povpraševanja po energiji, povezan z umetno inteligenco – celo v tem ekstremnem scenariju – v primerjavi s skupno velikostjo trgov plina v ZDA ter Aziji in Evropi minimalen, čeprav je v absolutnem smislu velik.

Graf B

Ocenjene spremembe povpraševanja po plinu in spremembe cene plina, če bi celotno povpraševanju podatkovnih središč po energiji do leta 2026 zadovoljevale plinske elektrarne

(v odstotkih)



Viri: IEA in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Podatki temeljijo na napovedih IEA za prihodnje povpraševanje podatkovnih središč po energiji, ob predpostavki, da vse dodatne potrebe po energiji v obdobju 2022–2026 zadovoljijo plinske elektrarne. Povpraševanje podatkovnih središč po energiji se pretvori v povpraševanje po plinu s stopnjo pretvorbe 45% (glej »More than 60% of energy used for electricity generation is lost in conversion«, *Today in Energy*, U.S. Energy Information Administration, 21. julij 2020). Z UI povezano povpraševanje po energiji za vsako regijo je ocenjeno ob predpostavki konstantnega deleža porabe električne energije za UI v skupni porabi električne energije v podatkovnih centrih v obeh regijah.

Po drugem scenariju, po katerem se dodatno povpraševanje po energiji krije z obnovljivimi viri energije, se poveča povpraševanje po kritičnih mineralih, vendar je malo verjetno, da se zaradi tega močneje spremeni njihova cena.

Kritični materiali, kot sta litij in nikelj, so bistveni za vetrne elektrarne in sončne panele. Zanje zaradi energetskega prehoda že zdaj obstaja veliko povpraševanje, njihovo rudarjenje pa je močno skoncentrirano v nekaterih državah, zaradi česar so ti materiali še posebej ranljivi za motnje v dobavnih verigah in geopolitične napetosti.⁴² Vendar pa jih je mogoče enako kot zemeljski plin in drugače od električne energije razmeroma preprosto prevažati po regijah. Zato se pričakuje, da bo rast povpraševanja, povezana z umetno inteligenco, v primerjavi s skupno velikostjo trga dokaj majhna, tako da bodo pritiski na rast cen, ki jih je mogoče pripisati izključno umetni inteligenci, omejeni.

Povečanje povpraševanja po električni energiji, povezano z umetno

inteligenco, pa bi lahko povzročilo cenovne pritiske na nacionalnih trgih

električne energije. Zaradi omejene medsebojne povezanosti trgov električne

energije in izgub energije med prenosom so trgi električne energije sestavljeni iz več podtrgov, ki so razmeroma izolirani. Zato je mogoče, da bi države, kot je Irska, ki so veliki akterji v sektorju podatkovnih središč, lahko vse večje povpraševanje,

⁴² Adolfsen, J.F., Kedan, D. in Lappe, M-S., »The geopolitics of green minerals«, *Blog ECB*, ECB, 10. julij 2024.

povezano z umetno inteligenco, še posebej težko zadovoljevale lokalno. Vendar je skupni možni vpliv na nacionalne trge električne energije težje oceniti, saj bo odvisen od koncentracije podatkovnih središč za umetno inteligenco v vsaki državi, posebnih značilnosti njihovega trga in regulativnih zahtev glede prispevka podatkovnih središč k oskrbi z električno energijo.

Napovedovanje povpraševanja po delovni sili v euroobmočju na podlagi telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov

Pripravila Claudia Foroni in Christofer Schroeder

Iz podatkov na podlagi telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov podjetij v euroobmočju je razvidno, da se povpraševanje po delovni sili še naprej zmanjšuje. Telekonferenca ob objavi poslovnih rezultatov je konferenčni klic, ki poteka med vodstvom družbe, ki kotira na borzi, ter njenimi vlagatelji, finančnimi analitiki in novinarji. Takšne telekonference so bogat in pravočasen vir ekonomskih podatkov, ki so na voljo z veliko pogostostjo.¹

V tem okvirju z besedilno analizo velike podatkovne zbirke prepisov telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov oblikujemo kazalnik povpraševanja po delovni sili v euroobmočju. Nato ta kazalnik uporabimo za izdelavo ocen in napovedi stopnje prostih delovnih mest v euroobmočju – tradicionalnega merila povpraševanja po delovni sili in ključnega kazalnika trga dela.² V podatkovni zbirki telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov, do katere imamo dostop, so informacije o točnem datumu in uri posamezne telekonference in se ažurira vsaka dva tedna. To nam omogoča, da informacije iz telekonferenc pridobimo precej pred objavo uradnih podatkov, vključno s podatki o stopnji prostih delovnih mest, ki so na voljo šele s precejšnjim odlogom.³

Naš kazalnik povpraševanja po delovni sili, izpeljan iz telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov, tesno sledi stopnji prostih delovnih mest (graf A). Kazalnik izdelamo tako, da najprej vzorec telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov omejimo na telekonference družb, ki so imele v času, ko je potekala telekonferenca, sedež v euroobmočju. Tako dobimo vzorec približno 600 telekonferenc na četrtletje. Nato seštejemo število stavkov, ki so bili izrečeni na telekonferencah in vsebujejo vsaj eno besedo s seznama ključnih besed, ki se navezujejo na pritiske, s katerimi se soočajo podjetja zaradi neizpolnjenega povpraševanja po delovni sili, pri čemer sledimo Dueholmu, Kalyaniju in Ozkanu.⁴ Čeprav je naš kazalnik nekoliko bolj volatilen, tesno sledi stopnji prostih delovnih mest v euroobmočju, pri čemer korelacijski koeficient znaša okrog 0,9. Kazalnik tako kaže vztrajno naraščanje stopnje prostih delovnih mest med letoma 2016 in 2020 ter izrazito zvišanje v letu 2021. Naš kazalnik povpraševanja po delovni sili in stopnja prostih delovnih mest sta dosegla najvišjo vrednost v prvi polovici leta 2022, od

¹ Nadaljnja uporaba telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov kot podlage za makroekonomske kazalnike je predstavljena v okvirju z naslovom »[Telekonference ob objavi poslovnih rezultatov: novi dokazi o dobičku podjetij, naložbah in pogojih financiranja](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2023.

² Stopnja prostih delovnih mest je opredeljena kot število prostih delovnih mest, deljeno z vsoto števila zasedenih delovnih mest in števila prostih delovnih mest.

³ Prva ocena stopnje prostih delovnih mest v euroobmočju je navadno objavljena približno mesec in pol po koncu četrtletja, na katerega se nanaša, medtem ko so prvi podatki o stopnji prostih delovnih mest objavljeni približno tri mesece po koncu takega četrtletja.

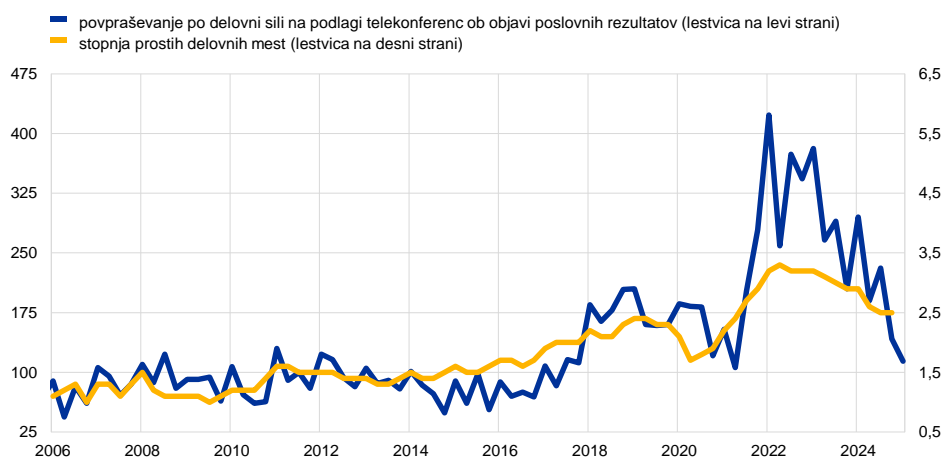
⁴ Glej Dueholm, M., Kalyani, A., in Ozkan, S., »[Can Earnings Calls Be Used to Gauge Labor Market Tightness?](#)«, *On the Economy Blog*, Federal Reserve Bank of St. Louis, 18. junij 2024.

takrat pa se znižujeta, iz česar je mogoče sklepati, da se povpraševanje po delovni sili ohlaja.

Graf A

Kazalnik povpraševanja po delovni sili na podlagi telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov in stopnja prostih delovnih mest v euroobmočju

(lestvica na levi strani: število stavkov; lestvica na desni strani: odstotki)



Viri: Eurostat, NL Analytics in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Modra črta označuje kazalnik povpraševanja po delovni sili, izpeljan iz telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov, kot je opisano v besedilu. Rumena črta označuje stopnjo prostih delovnih mest za euroobmočje. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2025 pri kazalniku povpraševanja po delovni sili, izpeljanem iz telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov, in na zadnje četrtletje 2024 pri stopnji prostih delovnih mest.

Iz podatkov, pridobljenih na podlagi zadnjih telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov, je razvidno, da se bo stopnja prostih delovnih mest še naprej zmeroma zniževala (graf B). Za pripravo zgodnjega kazalnika stopnje prostih delovnih mest pred objavo uradnih podatkov izdelamo ocene in napovedi do dveh četrtletij vnaprej po pristopu regresije na podlagi mešanega vzorčenja podatkov (MIDAS).⁵ Ključna prednost regresij MIDAS je, da omogočajo napovedovanje nizkofrekvenčne spremenljivke (stopnje prostih delovnih mest) z uporabo nizkofrekvenčnih podatkov (našega kazalnika povpraševanja po delovni sili, izpeljanega iz telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov). Da bi zmanjšali možnost napačne specifikacije modela, ocenimo več specifikacij regresij MIDAS, vključno z različnimi polinomskimi strukturami odloga in omejitvami parametrov modela.⁶ Nato upoštevamo razpon in srednjo vrednost napovedi iz različnih specifikacij. Te kažejo na vztrajno ohlajanje povpraševanja po delovni sili v sedanjem in prihodnjih četrtletjih. Stopnja prostih delovnih mest naj bi se v prvem četrtletju 2025 gibala na ravni okrog 2,5%, v drugem četrtletju pa naj bi ostala enaka, tj. za 0,8 odstotne točke

⁵ Regresije MIDAS se pogosto uporabljajo za izdelavo kratkoročnih napovedi, saj se informacijske koristi, pridobljene iz pravočasnih, visokofrekvenčnih podatkov, s podaljševanjem obdobja projekcij v prihodnost zmanjšujejo (glej Foroni, F., in Marcellino, M., »A survey of econometric methods for mixed-frequency data«, *Working Papers*, Norges Bank Research, št. 06, 2013).

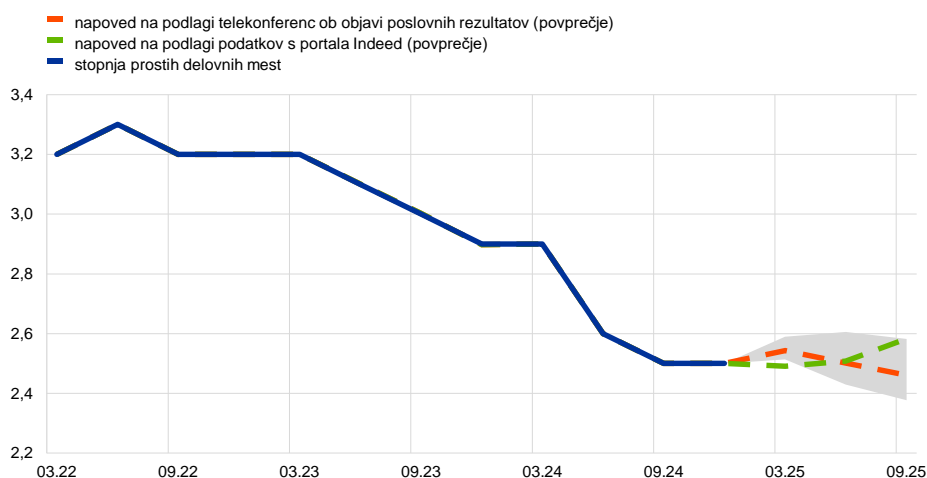
⁶ Ocenimo namreč dve različni polinomski specifikaciji. Prvič, vključimo eksponentni Almonov odlog polinoma (glej Ghysels, E., Sinko, A., in Valkanov, R., »MIDAS Regressions: Further Results and New Directions«, *Econometric Reviews*, 26, številka 1, 2007, str. 53–90). Drugič, ocenimo neomejeno vrednost MIDAS, kot je predstavljeno v Foroni, C., Marcellino, M., in Schumacher, C., »Unrestricted mixed data sampling (MIDAS): MIDAS regressions with unrestricted lag polynomials«, *Journal of the Royal Statistical Society Series A*, 178, št. 1, str. 57–82, januar 2015. Nadalje za vsako specifikacijo modela upoštevamo različna okna za glajenje kazalnika povpraševanja po delovni sili, izpeljanega iz telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov, z uporabo drseče sredine.

nižja od najvišje vrednosti, dosežene v drugem četrtletju 2022, toda še vedno višja od povprečne vrednosti 1,9% pred pandemijo. Kar zadeva tretje četrtletje 2025, naj bi se po naših napovedih ob približno uravnoteženih tveganjih malenkostno znižala proti 2,4%, saj je razpon napovedanih rezultatov precej enakomerno porazdeljen okoli srednje vrednosti. Profil naših napovedi je večinoma skladen s projekcijami gospodarske aktivnosti iz marčnih makroekonomskih projekcij strokovnjakov ECB za euroobmočje, kar pomeni, da je zagon rasti v prvi polovici leta 2025 šibkejši.

Graf B

Napovedovanje stopnje prostih delovnih mest v euroobmočju

(v odstotkih)



Viri: Eurostat, NL Analytics, Indeed in izračuni ECB.

Opombe: Neprekinjena modra črta označuje stopnjo prostih delovnih mest v euroobmočju do zadnjega četrtletja 2024. Sivo obarvano območje označuje razpon najnižjih in najvišjih vrednosti napovedi na podlagi več specifikacij, vključno z MIDAS z neomejenim polinomskim odlogom, ter različic kazalnika povpraševanja po delovni sili, izpeljanega iz telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov. Rdeča prekinjena črta označuje povprečno napoved. Zelena prekinjena črta označuje povprečno napoved stopnje prostih delovnih mest na podlagi podatkov o objavljenih prostih delovnih mestih s spletnega zaposlitvenega portala Indeed v okviru napovedovanja na podlagi regresije MIDAS. Zadnji podatki se pri osnovnih kazalnikih povpraševanja po delovni sili, izpeljanih iz telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov in objav prostih delovnih mest na portalu Indeed, nanašajo na januar 2025. Napovedi zajemajo obdobje do tretjega četrtletja 2025.

Kratkoročne napovedi stopnje prostih delovnih mest, izdelane na podlagi telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov, so večinoma skladne s kratkoročnimi napovedmi, izpeljanimi iz alternativnih kazalnikov povpraševanja po delovni sili.

Podatki o prostih delovnih mestih s spletnega zaposlitvenega portala Indeed so še en nov in koristen vir informacij o trgu dela v euroobmočju. Pri merjenju povpraševanja po delovni sili sta lahko v pomoč tako število odprtih prostih delovnih mest na portalu kot tudi število objavljenih novih prostih delovnih mest. Tako kot v primeru našega kazalnika povpraševanja po delovni sili, izpeljanega iz telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov, so podatki s portala Indeed pravočasni in na voljo z veliko pogostostjo, čeprav v precej krajšem časovnem okviru.⁷ Število prostih delovnih mest, navedenih na portalu Indeed, se od konca leta 2023 vztrajno zmanjšuje. Ob koncu leta 2024 je bilo za okrog 10% manjše kot na začetku leta. Hkrati se zmanjšuje tudi pritok novih prostih delovnih mest, ki velja za odzivnejše merilo povpraševanja po delovni sili, kar je prav tako

⁷ Podatkovna zbirka telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov, do katere imamo dostop, sega v začetek leta 2002, medtem ko se časovna vrsta podatkov o objavljenih prostih delovnih mestih s portala Indeed začne šele na začetku leta 2018.

znak umirjanja povpraševanja. Z vključitvijo teh podatkov v naš pristop na podlagi regresije MIDAS izdelamo napovedi stopnje prostih delovnih mest v euroobmočju, ki so bolj ali manj skladne z napovedmi, ki jih dobimo z uporabo informacij iz telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov, zlasti v kratkoročnem obdobju (graf B). Po teh napovedih naj bi bila stopnja prostih delovnih mest do sredine leta 2025 relativno stabilna, na ravni okrog 2,5%, proti koncu obdobja napovedi pa naj bi se rahlo zvišala.⁸

Če povzamemo, prepisi telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov dajejo pravočasne in koristne informacije o trgu dela v euroobmočju. Skladno z našimi ugotovitvami se bo ob nadaljnjem splošnem ohlajanju trga dela povpraševanje po delovni sili v euroobmočju v prihodnjih četrletjih zelo postopno umirjalo.

⁸ Po napovedi, ki temelji na podatkih s portala Indeed, naj bi se v tretjem četrletju 2025 rahlo zvišala, a naj bi bila sredi leta 2025 še vedno znotraj razpona napovedi na podlagi telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov. To bi bilo lahko posledica večje sezonskosti časovne vrste podatkov s portala Indeed ali krajšega razpoložljivega vzorca, kar prispeva k temu, da se napoved približuje najnovejšim rekordno visokim ravnam.

5 Gibanje najemnin v euroobmočju: ugotovitve iz ankete o pričakovanih gospodinjskih izdatkih

Pripravili Colm Bates, Christian Höynck, Omiros Kouvas, Desislava Rusinova in Larissa Zimmermann

V tem okvirju na podlagi podatkov iz ankete ECB o pričakovanih gospodinjskih izdatkih analiziramo najnovejša gibanja na najemnem trgu v euroobmočju. Najemnine so velika komponenta potrošnje gospodinjskih izdatkov, vendar je njihova analiza nekoliko zahtevna, saj v euroobmočju ni na voljo harmoniziranih podatkov o izdatkih gospodinjskih izdatkov za najemnine. Anketa o pričakovanih gospodinjskih izdatkih lahko prispeva k odpravi te podatkovne vrzeli, saj se zbirajo pravočasne informacije o potrošnji gospodinjskih izdatkov.¹ Omogoča tudi analizo razlik med državami, zajetimi v anketo, in med posameznimi gospodinjskimi izdatki.²

Delež najemniških gospodinjskih izdatkov in višina nominalnih najemnin se med državami precej razlikujeta. V euroobmočju povprečni delež najemnikov znaša okrog 28%, nominalni izdatki za najemnine pa znašajo okrog tretjino mesečnega dohodka gospodinjskih izdatkov. Vendar pa se delež najemnikov med državami močno razlikuje, pri čemer trenutno znaša od 15% v Italiji do skoraj 50% v Nemčiji in Avstriji (graf A, slika a, leva stran).³ Delež najemnikov je največji v najnižji dohodkovni skupini (graf A, slika a, desna stran). Precejšnja razpršenost med državami in znotraj posameznih držav kaže tudi natančnejši pogled na višino nominalnih najemnin (graf A, slika b).⁴ Razpršenost najemnin je zelo velika na Irskem, kjer so velike razlike, ki so odvisne od lokacije (tj. med mestnimi in podeželskimi območji, kot se kaže tudi v izraziti razliki med srednjo vrednostjo in mediano), medtem ko je v Grčiji in na Nizozemskem razpršenost najemnin precej manjša. Na splošno so nominalne najemnine najvišje na Irskem, v Avstriji in Belgiji. Če izdatke za najemnine obravnavamo v razmerju do dohodka gospodinjskih izdatkov, je razvrstitev držav drugačna: Irska ima še vedno največje povprečno razmerje med najemninami in dohodkom, sledita ji Grčija in Finska, medtem ko je to razmerje najmanjše v Nemčiji. V državah, kjer najemniki predstavljajo večji delež prebivalstva, je praviloma tudi več najemniških gospodinjskih izdatkov z visokimi dohodki, zaradi česar je povprečno razmerje med najemninami in dohodkom manjše.

¹ Informacije o stanovanjskih izdatkih, ki vključujejo najemnine ter vzdrževanje in zavarovanje stanovanj (brez odplačevanja hipotekarnih posojil), se zbirajo četrtletno v okviru širšega vprašanja o potrošnji gospodinjskih izdatkov v 12 kategorijah izdatkov.

² Od leta 2022 so v anketo o pričakovanih gospodinjskih izdatkih zajete Belgija, Nemčija, Irska, Grčija, Španija, Francija, Italija, Nizozemska, Avstrija, Portugalska in Finska.

³ To je z vidika razvrstitve držav in odstotkov bolj ali manj skladno z ugotovitvami iz statistike EU o dohodkih in življenjskih pogojih ter ankete Eurosistema o financiranju in porabi gospodinjskih izdatkov.

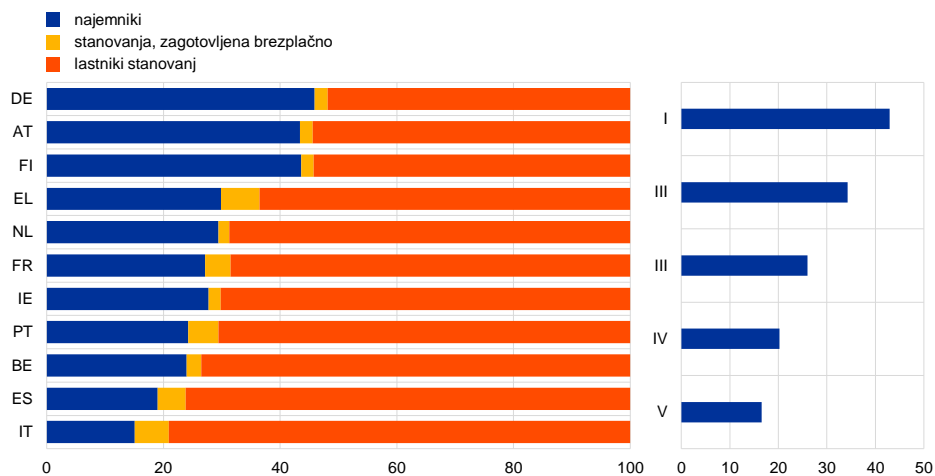
⁴ Glavni kazalnik rasti najemnin v tem okvirju ne upošteva sistematičnih razlik v kakovosti in starosti med državami. Vendar je vpliv teh sprememb izločen v časovni vrsti za najemnike, ki se niso preselili, pri kateri so upoštevani samo najemniki, ki se niso preselili in ki so zajeti v grafu C na sliki a, kjer so stopnje rasti izračunane za najemnine istih najemnikov v istem stanovanju v razmiku 12 mesecev.

Graf A

Delež najemnikov in višina najemnin po državah

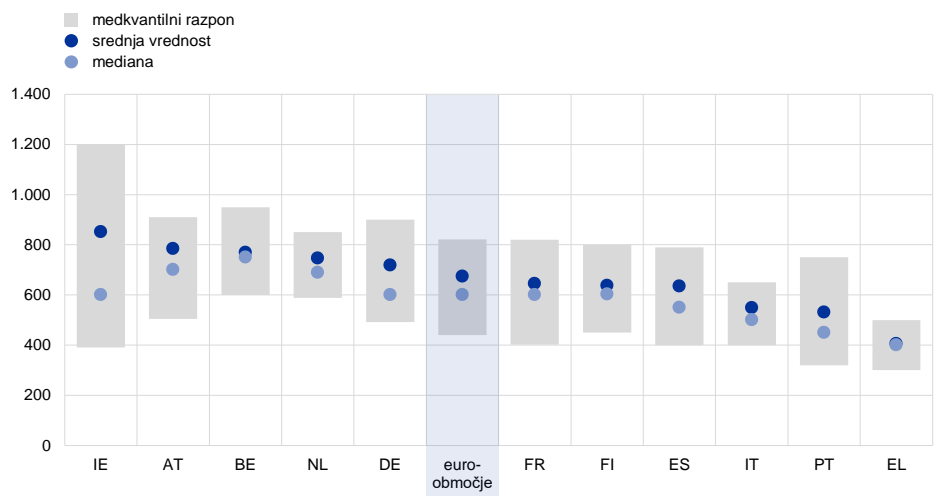
a) Delež najemnikov po državah in dohodkovnih kvintilih

(v odstotkih anketirancev)



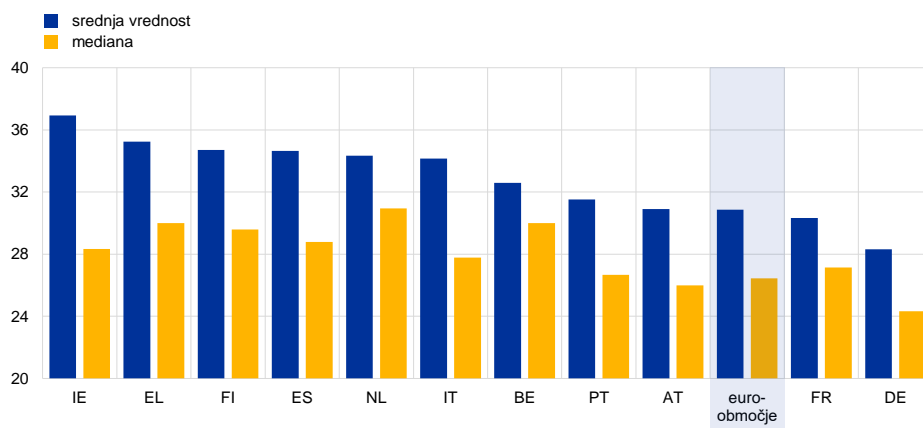
b) Višina in razpršenost najemnin

(v EUR na mesec)



c) Višina najemnin glede na mesečni dohodek gospodinjstev

(v odstotkih dohodka)



Viri: anketa ECB o pričakovanih gospodinjstvih in izračuni ECB.

Opombe: Izračuni temeljijo na tehtanih ocenah. Na sliki a je zajet celoten vzorec anketirancev za leto 2024 in januar 2025. Odstotki pri vrstah stanovanj so navedeni po državah in dohodkovnih kvintilih. Dohodkovni kvintili so izračunani za celoten vzorec anketirancev za vse valove ankete v letu 2024 in v januarju 2025. Na sliki b je zajet celoten vzorec najemnikov za januar 2025, na sliki c pa celoten vzorec najemnikov od januarja 2024 do januarja 2025. Pri analizi najemnin vpliv velikosti stanovanja ni izločen. Vrednosti so winsorizirane na ravni držav (pri drugem in 98. percentilu).

Iz kazalnika rasti izdatkov za najemnine, ki temelji na anketi o pričakovanih gospodinjstvih, je mogoče sklepati, da se je rast najemnin umirila, potem ko je v tretjem četrtletju 2023 dosegla najvišjo raven, vendar je v tretjem četrtletju 2024 ostala višja od 3%.

Kazalnik je izračunan kot tehtano povprečje posameznih stopenj rasti izdatkov gospodinjstev, potem ko so bili podatki očiščeni, s čimer se je zagotovilo, da nanje ne vplivajo močni osamelci ali učinki sestave, ki izvirajo iz tega, da anketiranci vstopajo ali izstopajo iz skupine anketiranih oseb.⁵ Povprečna medletna stopnja rasti najemnin v euroobmočju se je od začetka leta 2022 zviševala, pri čemer je v letu 2023 dosegla najvišjo raven nad 5% (graf B, slika a), nato pa se je postopno zniževala in večino leta 2024 ostala na ravni blizu 3%. Pri kazalniku gibanja najemnin, ki temelji na anketi o pričakovanih gospodinjstvih, se uporablja bolj usklajen pristop kot pri harmoniziranem indeksu cen življenjskih potrebščin (HICP), ki sledi spremembam najemnin v času pri istih gospodinjstvih ne glede na to, ali ta ostanejo v istem stanovanju ali se preselijo. Tako določen kazalnik je bolj odziven na inflacijo in gospodarski cikel kot najemnine, vključene v HICP, zlasti pri nekaterih državah (npr. Nemčiji). To bi bilo lahko povezano z različnimi praksami, saj predpisi o HICP državam dovoljujejo, da izberejo, katero metodologijo bodo uporabljale, kot se kaže v Eurostatovem metodološkem priročniku o HICP.⁶

Pri anketni rasti najemnin so bile med državami precejšnje razlike. Povprečna medletna rast najemnin v zadnjih 12 mesecih, o kateri so poročali anketiranci v

⁵ Srednja vrednost posameznih stopenj rasti je močno modificirana, da bi se izognili učinkom osamelcev, ki izvirajo iz napak pri poročanju. To naredimo tako, da nerealno velike medletne spremembe (negativna rast v višini več kot 50% ali pozitivna rast v višini več kot 200% v enem letu) odrežemo (izločimo iz vzorca). Poleg tega več kot 50-odstotno zvišanje in znižanje najemnin winsoriziramo (vrednosti, ki presegajo mejne vrednosti, nadomestimo z mejno vrednostjo). Da bi omejili vpliv sprememb v sestavi, ki bi lahko povzročile mehanske učinke, nepovezane z dejansko rastjo najemnin, je najemnina gospodinjstva vključena v kazalnik rasti le, če je zadevno gospodinjstvo najemnik tako na začetku kot tudi na koncu 12-mesečnega obdobja.

⁶ V indeksu HICP se lahko najemnine izračunajo tako, da se spremljajo gospodinjstva, stanovanja ali najemodajalci. Takšna fleksibilnost bi lahko privedla do različnih praks pri nacionalnih statističnih uradih, te pa bi lahko po drugi strani imele različen učinek na ugotovljene rezultate. Več podrobnosti je v razdelku 12.4.4 [Eurostatovega metodološkega priročnika o HICP](#).

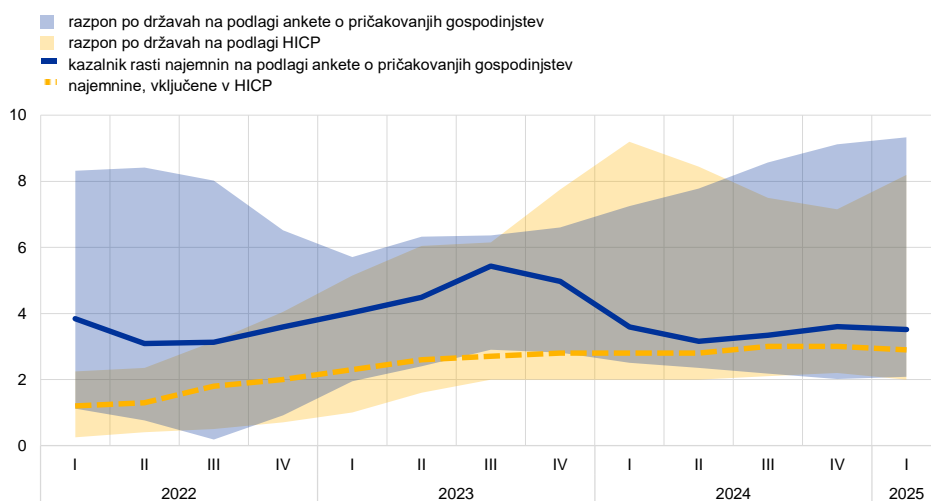
anketi o pričakovanih gospodinjstev, je bila na Irskem in Portugalskem višja od 7%, medtem ko je bila na Nizozemskem, v Nemčiji in Italiji nižja od 3% (graf B, slika b). V tretjem četrtletju 2024 (najnovejše vrednosti) so o najvišji rasti najemnin (ki je bila precej višja tudi od preteklih povprečij) poročala gospodinjstva na Portugalskem, medtem ko so bile vrednosti za Italijo in Finsko nižje od preteklih povprečij. Na Irskem in v Avstriji je bila rast najemnin vztrajno visoka.

Graf B

Rast najemnin v euroobmočju in po državah

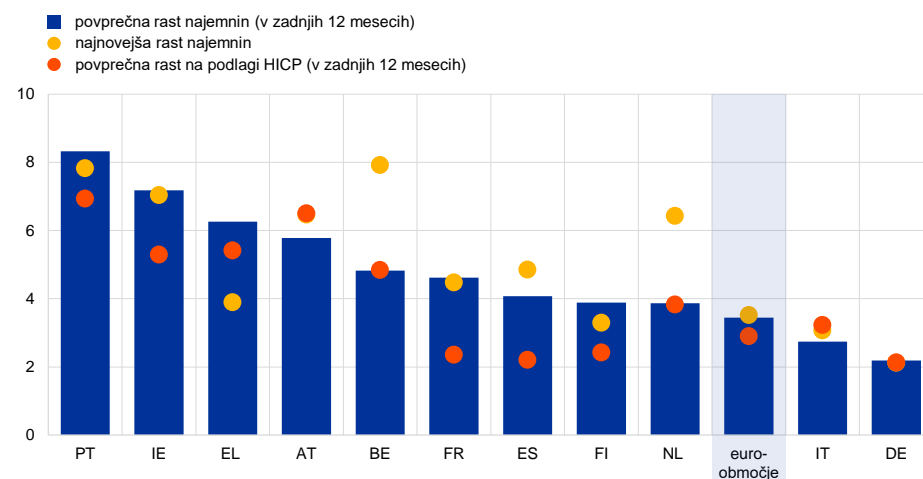
a) Rast najemnin v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



b) Rast najemnin po državah

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: anketa ECB o pričakovanih gospodinjstev in izračuni ECB.

Opombe: Na sliki b je zajet celoten vzorec najemnikov. Izračuni temeljijo na tehtanih ocenah. Zadnja drseča sredina dveh četrtletij za medletno stopnjo rast (rumene pike) se nanaša na januar 2025. Modri stolpci kažejo povprečno rast najemnin v vzorčnem obdobju (od januarja 2024 do januarja 2025). Rdeče pike se nanašajo na povprečno rast najemnin, vključenih v HICP, v zadnjih 12 mesecih.

K najnovejši rasti najemnin na kvadratni meter, ki temelji na anketi o pričakovanih gospodinjstev, so več kot sorazmerno prispevale nove najemne pogodbe. Povprečna stopnja rasti najemnin na kvadratni meter je pri gospodinjstvih, ki so se v prejšnjem letu preselila, vseskozi višja kot pri gospodinjstvih, ki se niso

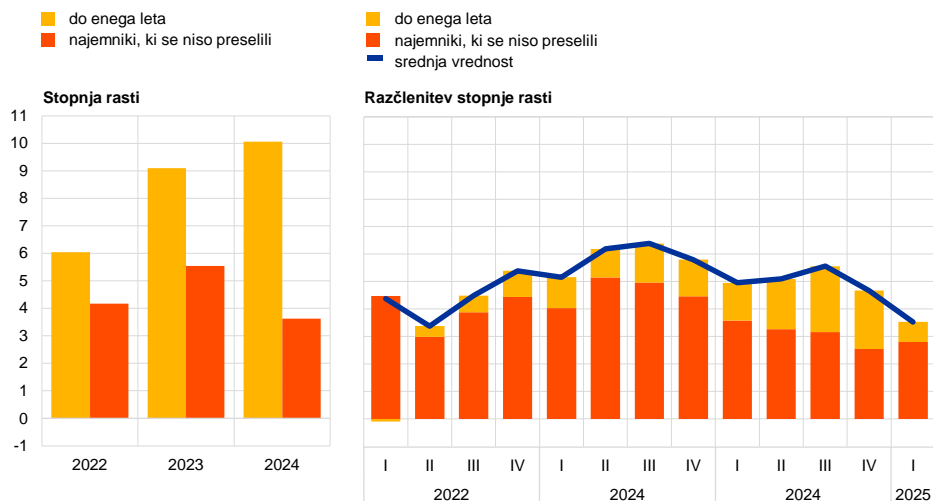
preselila, v zadnjih treh letih pa se vztrajno zvišuje (graf C, slika a, leva stran). Splošno zviševanje najemnin v gospodarstvu se običajno začne z višjimi najemninami za nove najemne pogodbe, saj zaščita najemnikov na podlagi obstoječih pogodb najemodajalce spodbuja k temu, da najemnine zvišajo, ko se zamenja najemnik. Sčasoma se postopno zvišajo tudi najemnine za obstoječe pogodbe. K višji rasti najemnin pri novih pogodbah je morda delno prispevalo tudi to, da so se gospodinjstva preselila v kakovostnejša stanovanja ali na boljša območja. Dejansko so gospodinjstva kot prevladujoči razlog za spremembo stanovanja navedla željo po izboljšanju bivalnih razmer. Če skupno stopnjo rasti najemnin razčlenimo na prispevke gospodinjstev, ki so se nedavno preselila (tj. najemnikov, ki so se preselili pred največ enim letom), in gospodinjstev, ki se niso preselila, vidimo, da imajo slednja večjo vlogo pri skupni stopnji rasti, saj predstavljajo večji delež. Kljub temu je zaradi višje rasti najemnin v tem segmentu prispevek gospodinjstev, ki so se preselila (okrog 15% najemnikov), več kot sorazmeren, saj predstavlja približno tretjino skupne stopnje rasti (graf C, slika a, desna stran).

Graf C

Razčlenitev rasti najemnin

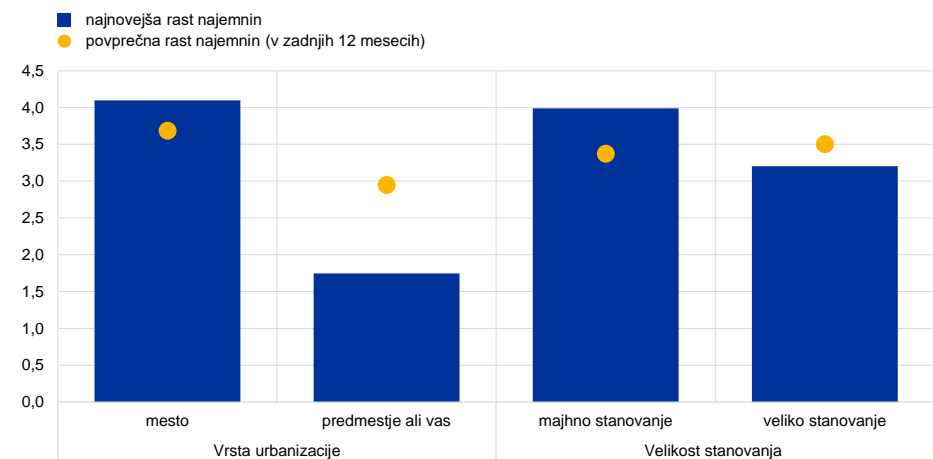
a) Rast najemnin na kvadratni meter – prispevki po trajanju bivanja

(medletne spremembe v odstotkih, prispevki v odstotnih spremembah)



b) Rast najemnin po vrsti urbanizacije in velikosti stanovanja

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: anketa ECB o pričakovanih gospodinjstvih in izračuni ECB.

Opombe: Izračuni temeljijo na tehtanih ocenah. Na sliki a je zajet podvzorec najemnikov, pri katerih je trajanje prebivanja znano. Modra črta označuje medletno stopnjo rasti najemnin kot kombinirano drsečo sredino dveh četrtletij, deljeno s kvadratnimi metri. »Do enega leta« se nanaša na prispevek anketirancev, ki v svojem trenutnem bivališču prebivajo eno leto ali manj. Na sliki b je zajet celoten vzorec najemnikov. Zadnja drseča sredina dveh četrtletij za medletno stopnjo rasti se nanaša na januar 2025. »Povprečna rast najemnin« je povprečje medletnih stopenj rasti v vzorčnem obdobju (od januarja 2024 do januarja 2025).

Najnovejša rast najemnin iz ankete o pričakovanih gospodinjstvih je višja v mestih in pri manjših stanovanjih. Iz grafa C, slika b, je razvidno, da je rast najemnin v mestih še vedno višja kot v predmestjih in na podeželskih območjih ter da se je ta razlika, kot kaže, povečala v zadnjem času. Podatki iz ankete o pričakovanih gospodinjstvih nakazujejo tudi nekoliko višjo rast najemnin pri manjših stanovanjih v primerjavi z večjimi, medtem ko naj bi bila v preteklosti stopnja rasti glede na velikost stanovanja bolj ali manj enaka.

Kazalnik gibanja najemnin, ki temelji na anketi o pričakovanih gospodinjstvih, omogoča pravočasno poglobljeno spremljanje najemnega trga. S podatki iz

ankete o pričakovanih gospodinjstev na ravni posameznih gospodinjstev je mogoče spremljanje gibanja najemnin razširiti tudi glede na razlike med gospodinjstvi. V okviru prihodnjega dela naj bi se ta kazalnik dodatno validiral, med drugim z navzkrižno validacijo podatkov iz ankete o pričakovanih gospodinjstev z zunanjimi viri. Poleg tega bi bilo mogoče temeljiteje proučiti vlogo, ki jo ima izboljšanje kakovosti stanovanj pri rasti najemnin, in sicer z upoštevanjem dejavnikov, kot so starost, lokacija in prenova stanovanja, da bi se izmerilo, v kolikšni meri na stopnjo rasti vplivajo spremembe v kakovosti stanovanj.

6 Relativno gibanje inflacije v skupini blaga in v skupini storitev

Pripravili Catalina Martínez Hernández, Mario Porqueddu, Blanca Prat I Bayarri in Lourdes Maria Zulli Gandur

Vrzel med storitveno inflacijo in inflacijo v skupini industrijskih proizvodov razen energentov se tekom časa spreminja, vseeno pa je ostala pozitivna dolgo obdobje do skokovitega porasta inflacije v letih 2021–2022 (graf A).¹

Zgodovinsko gledano so se cene storitev zviševale hitreje kot cene industrijskih proizvodov razen energentov, kar nakazuje vztrajno pozitivno vrzel med tema dvema stopnjama inflacije. Vrzel v medletni stopnji inflacije se je spremenila s povprečno 1,5 odstotne točke v obdobju od 1999 do 2008 na povprečno 1,0 odstotne točke med letoma 2008 in 2019. Zmanjšanje vrzeli je bilo predvsem posledica znižanja storitvene inflacije, kar je verjetno odražalo umirjeno povpraševanje in nizko rast plač po finančni in državni dolžniški krizi.² Med pandemijo COVID-19 so omejitve, kot so omejevanje socialnih stikov in vsesplošni ukrepi za omejitev gibanja, vplivale na relativno potrošnjo proizvodov in storitev in na s tem povezane cenovne pritiske. Do leta 2022 je zaradi hitrega in močnega zvišanja inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov, ki je preseglo zvišanje inflacije v skupini storitev, nastala negativna vrzel v višini več kot 1 odstotne točke, ki je postala ponovno pozitivna šele, ko se je blagovna inflacija v letih 2023 in 2024 normalizirana na način, ki je bil skoraj simetričen prehodnemu skokovitemu porastu. Toda medtem ko se je inflacija v skupini industrijskih proizvodov razen energentov znižala, je storitvena inflacija ostala povišana in se od takrat giblje na ravni okrog 4%. Pozitivna vrzel se je tako v zadnjih četrletjih povečala na povprečno 2,5 odstotne točke.

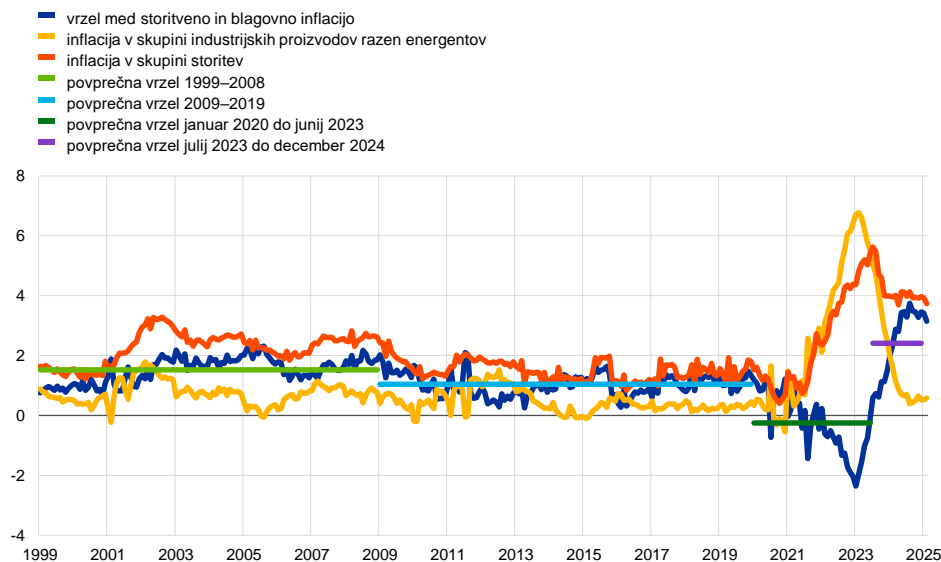
¹ Za razpravo o gibanjih relativnih cen in njihovi teoretični opredelitvi z Baumolovo hipotezo stroškovne bolezni in Balassa-Samuelsonovo hipotezo glej Lane, P., »[Inflation Diagnostics](#)«, *Blog ECB*, 25. november 2022.

² Glej okvir z naslovom »[What is behind the change in the gap between services price inflation and goods price inflation?](#)«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2019.

Graf A

Storitvena in blagovna inflacija in vrzel med njima

(medletne spremembe v odstotkih in odstotne točke)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Vrzel med storitveno in blagovno inflacijo je razlika med medletno stopnjo rasti komponente storitev in komponente industrijskih proizvodov razen energentov v indeksu HICP. Zadnji podatki se nanašajo na februar 2025.

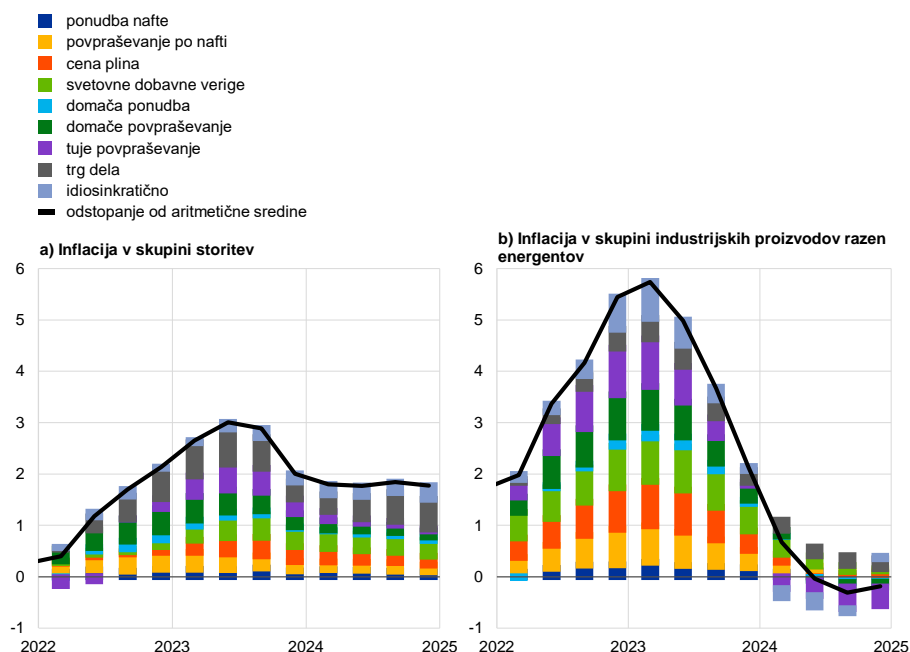
Velike spremembe inflacijske vrzeli v zadnjih letih večinoma odražajo močnejši vpliv energetskih stroškov in svetovnih dobavnih verig na blagovno inflacijo ter dinamiko plač in stroškov dela. Podatki na podlagi strukturne Bayesove vektorske avtoregresije (BVAR) kažejo, da so šoki na strani ponudbe, predvsem šoki, povezani z energenti in svetovnimi dobavnimi verigami, v večji meri in hitreje, a manj vztrajno vplivali na inflacijo v skupini industrijskih proizvodov razen energentov kot na inflacijo v skupini storitev (graf B).³ Po najnovjših podatkih so učinki teh šokov v glavnem popustili pri inflaciji v skupini industrijskih proizvodov razen energentov, ki je trenutno nizka predvsem zaradi šibkega zunanjega povpraševanja. Nasprotno je bil vpliv ponudbenih šokov na inflacijo v skupini storitev bolj vztrajen, poleg tega pa se tudi nadaljujejo pritiski na zvišanje inflacije, ki izhajajo iz šokov na trgih dela, povezanih s še vedno močnimi plačnimi pritiski. V prihodnje bodo k upočasnitvi storitvene inflacije predvidoma prispevali umirjanje cen energentov, postopno popuščanje ponudbenih šokov in nižja rast plač.

³ Četrtno različico strukturnega modela BVAR smo ocenili v Bańbura, M., Bobeica E. in Martínez Hernández, C., »What drives core inflation? The role of supply shocks«, *Working Paper Series*, št. 2875, ECB, 2023. Model vključuje inflacijo, inflacijo brez energentov in hrane, inflacijo v skupini storitev, realni BDP, svetovni BDP, indeks PMI o gospodarski aktivnosti, indeks PMI o dobavnih rokih dobaviteljev in indeks pritiskov na globalne dobavne verige (GSCPI) iz Benigno, G., di Giovanni, J., Groen, J.J.J. in Noble, A.I., »The GSCPI: A New Barometer of Global Supply Chain Pressures«, *Staff Reports*, št. 1017, Federal Reserve Bank of New York, maj 2022, pa tudi cene nafte, proizvodnje nafte, cene plina, cene pri kmetijskih proizvajalcih, skupne cene pri proizvajalcih, cene pri proizvajalcih v energetskem sektorju in v sektorju proizvodov za vmesno porabo, devizni tečaj USD/EUR in sredstva za zaposlene na zaposlenega. Zgodovinska razčlenitev inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov je izdelana z razčlenitvijo inflacije brez energentov in hrane in storitvene inflacije ter pripadajočih uteži v indeksu HICP.

Graf B

Zgodovinska razčlenitev inflacije v skupini storitev in inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov

(odstotne točke in prispevki v odstotnih točkah kot odstopanje od aritmetične sredine po modelu in izhodiščnih pogojih)



Viri: Eurostat, Haver in izračuni ECB.

Opombe: Sliki ponazarjata točkovno povprečje prispevka strukturnih šokov k storitveni inflaciji in inflaciji v skupini industrijskih proizvodov razen energentov kot odstopanje od vpliva izhodiščnih pogojev in aritmetične sredine. Model temelji na četrtletni različici strukturnega modela BVAR v Bańbura, M., Bobeica E. in Martínez Hernández, C., »What drives core inflation? The role of supply shocks«, *Working Paper Series*, št. 2875, ECB, 2023. Ocenjevalni vzorec zajema obdobje od zadnjega četrletja 1996 do zadnjega četrletja 2024.

Nedavna močno pozitivna inflacijska vrzel pomeni, da se raven relativnih cen storitev glede na cene blaga približuje trendu pred pandemijo (graf C). Med

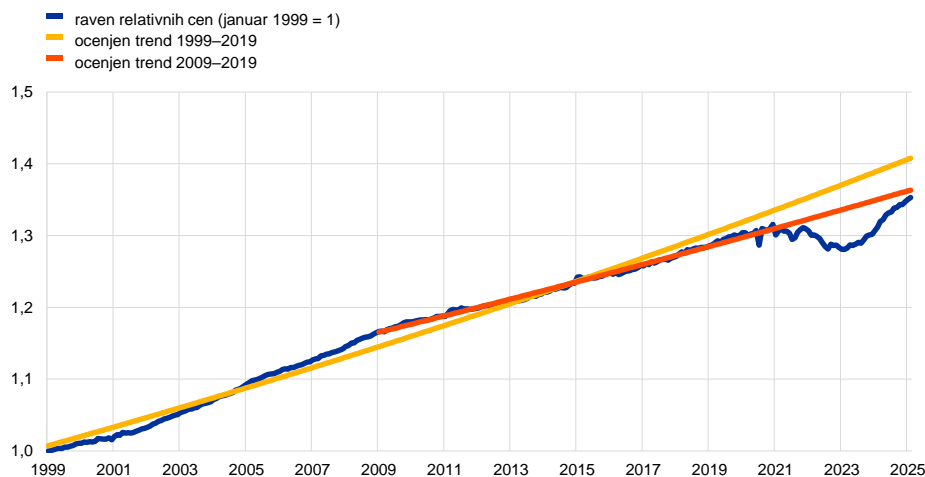
letom 2021 in sredino leta 2023 se je raven relativnih cen storitev v razmerju do cen industrijskih proizvodov razen energentov spustila precej pod dolgoročne trende. Do februarja 2025 se je to odstopanje povečalo na okrog 3,9% pod trendom, ocenjenim v obdobju 1999–2019. Relativne cene v razmerju do trenda predstavljajo dodaten vidik poleg ocenjevanja stopnje inflacije glede na dolgoročne povprečje inflacije, ker je možno, da slednje ni zanesljiva referenca za prihodnja gibanja. Zaradi obdobja »nizke inflacije«, ki je bila nižja od ciljne ravni, je na primer dolgoročne povprečje osnovne inflacije pred pandemijo znašalo le 1,6%, medtem ko naj bi se osnovna inflacija po trenutno razpoložljivih projekcijah v prihodnjih letih ustalila na ravni okrog 2,0%. Prednost tega, da se upošteva, kako se raven relativnih cen približuje trendu, je v tem, da to načeloma ni odvisno od specifičnih predpostavk o stopnji osnovne inflacije. Razen če so šoki v preteklih letih privedli do trajne spremembe preferenc in produktivnosti, se lahko pričakuje, da se bo raven relativnih cen približala trendu

pred pandemijo, vsaj v srednjeročnem obdobju. Nedavne spremembe vrzeli kažejo na skoraj simetrično upadanje povečanja do sredine leta 2023.⁴

Graf C

Relativne cene storitev glede na cene industrijskih proizvodov razen energentov

(razmerje indeksov ravni cen: januar 1999 = 1)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Graf ponazarja gibanje cen storitev glede na gibanje cen industrijskih proizvodov razen energentov. Podatki so desezonirani. Zadnji podatki se nanašajo na februar 2025. Trendi so ocenjeni z regresiranjem logaritma ravni relativnih cen na konstanto in linearni trend.

Prihodnje trende relativnih cen spremlja velika negotovost, ker so te odvisne od strukturnih dejavnikov, povezanih s svetovnimi trendi, digitalizacijo, demografijo in podnebnimi spremembami. Tako bi se zaradi deglobalizacije ob geopolitični fragmentaciji in fragmentaciji trgovinske menjave na primer lahko zvišale cene tržnih proizvodov.⁵ Digitalizacija in dogajanja na področju umetne inteligence bi lahko drugače vplivali na cene storitev in cene blaga.⁶ Obseg celotnega učinka ostaja negotov in je odvisen od tega, kako hitro se bodo te tehnologije vključile v proizvodni proces. Demografski trendi, kot je staranje prebivalstva, bi lahko privedli do močnejšega povpraševanja po storitvah in do zvišanja cen, ker bi vplivali na plačne stroške v primerjalno delovno intenzivnem storitvenem sektorju. Podnebne spremembe in povezani ukrepi za njihovo blažitev bi lahko različno močno vplivali na cene blaga in storitev, in sicer prek izpostavljenosti posledicam podnebnih sprememb v posameznih sektorjih in prek izpostavljenosti politikam za blažitev

⁴ V Amatyakul, P., Igan, D. in Lombardi, M.J., »Sectoral price dynamics in the last mile of post-Covid-19 disinflation«, *BIS Quarterly Review*, Banka za mednarodne poravnave, marec 2024, so ekonometrične ocene takšnih »poprakov napak« pri razvitih gospodarstvih (euroobmočje, ZDA in Združeno kraljestvo), ki nakazujejo približevanje trendu v približno dveh letih.

⁵ Pregled je v Attinasi, M.G. in drugi, »Navigating a fragmenting global trading system: insights for central banks«, *Occasional Paper Series*, št. 365, ECB, 2024.

⁶ V Gazzani, A.G. in Natoli, F., »The Macroeconomic Effects of AI-based Innovation«, SSRN, december 2024, je za ZDA ugotovljen negativen učinek inovacij na področju umetne inteligence na cene blaga in pozitiven, a nepomemben učinek na cene storitev. K učinku na znižanje cen blaga prispeva znižanje cen trajnih in visokotehnoških proizvodov.

podnebnih sprememb v posameznih sektorjih, kot so višji davki na ogljikov dioksid v okviru energetskega prehoda.⁷

⁷ Analiza fizičnih tveganj za stopnjo inflacije v euroobmočju je v Ciccarelli, M., Kuik, F. in Martínez Hernández, C., »The asymmetric effects of temperature shocks on inflation in the largest euro area countries«, *European Economic Review*, št. 168, september 2024.

Kako banke in podjetja zaznavajo pogoje kreditiranja v euroobmočju: primerjava na podlagi anket ECB

Pripravile Maria Dimou, Annalisa Ferrando, Petra Köhler-Ulbrich in Judit Rariga

V tem okvirju je predstavljena celovita ocena anketnih podatkov o bančnih posojilih podjetjem v euroobmočju s perspektive bank in podjetij. Anketa o bančnih posojilih v euroobmočju in anketa o dostopu podjetij do financiranja (SAFE), ki se izvajata že več let, dajeta kvalitativne informacije o ponudbi in povpraševanju po posojilih ter njuni medsebojni interakciji.¹ Obe anketi sta pomemben zgodnji pokazatelj prihodnjih gibanj obsega posojil in zagotavljata informacije o dejavnikih, ki vplivajo na ponudbo bančnih posojil in povpraševanje po posojilih. Anketa o bančnih posojilih je osredotočena na posojilne pogoje bank, vključno z njihovo interakcijo z alternativnimi viri financiranja, kot jih ocenjujejo banke. Anketa o dostopu podjetij do financiranja na podlagi odgovorov podjetij omogoča podrobnejši vpogled v širšo kapitalsko strukturo podjetij. Z združevanjem podatkov iz obeh anket se dopolnjujejo dejanski podatki o obsegu posojil in obrestnih merah ter izboljšuje razlaga finančnih in gospodarskih razmer v euroobmočju.²

Podatki o kreditnih standardih iz ankete o bančnih posojilih in podatki o razpoložljivosti bančnih posojil iz ankete o dostopu podjetij do financiranja so si konceptualno blizu in se gibljejo podobno (graf A). Ocena bank glede kreditnih standardov (tj. kriterijev za odobritev posojil) v anketi o bančnih posojilih se je med izvajanjem obeh anket na splošno ujemala z zaznavanjem podjetij glede razpoložljivosti bančnih posojil v anketi o dostopu podjetij do financiranja. Kljub temu so podjetja v obdobju 2015–2022 navajala neto izboljšanje razpoložljivosti bančnih posojil, medtem ko so ocene bank pokazale bolj zadržano neto ublažitev kreditnih standardov, pri čemer so se neto odstotki gibali okoli ničle. Takšne razlike v neto odstotkih med kreditnimi standardi iz ankete o bančnih posojilih in razpoložljivostjo bančnih posojil iz ankete o dostopu podjetij do financiranja opozarjajo na razlike med ocenami tveganj v bankah in podjetjih, kar kaže na večjo osredotočenost bank na

¹ V zvezi z anketo o bančnih posojilih glej članek z naslovom »Happy anniversary, BLS – 20 years of the euro area bank lending survey«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2023. V zvezi z anketo o dostopu podjetij do financiranja glej članek z naslovom »The Survey on the Access to Finance of Enterprises: monetary policy, economic and financing conditions and inflation expectations«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2024. Anketa o bančnih posojilih daje podatke o posojilih bank v euroobmočju podjetjem in gospodinjstvom, anketa o dostopu podjetij do financiranja pa o vseh podjetjih v euroobmočju. Anketa o bančnih posojilih se je začela izvajati leta 2003 in se izvaja vsake tri mesece. Anketa o dostopu podjetij do financiranja, ki se je začela izvajati leta 2009, se je najprej izvajala dvakrat na leto, zdaj pa se od prvega četrletja 2024 izvaja vsake tri mesece. Zato se dejansko lahko primerja z anketo o bančnih posojilih. Obe anketi sta kvalitativni in banke/podjetja sprašujeta o spremembah v ponudbi kreditov in povpraševanju po kreditih. Analiza je osredotočena na »neto odstotke«, ki so opredeljeni kot razlika med deležem bank ali podjetij, ki poročajo o zaostritvi/povečanju, in deležem tistih, ki poročajo o ublažitvi/zmanjšanju. Zato neto odstotkov ni mogoče razlagati kot enakovrednih stopnjam rasti, temveč kot pokazatelje smeri sprememb.

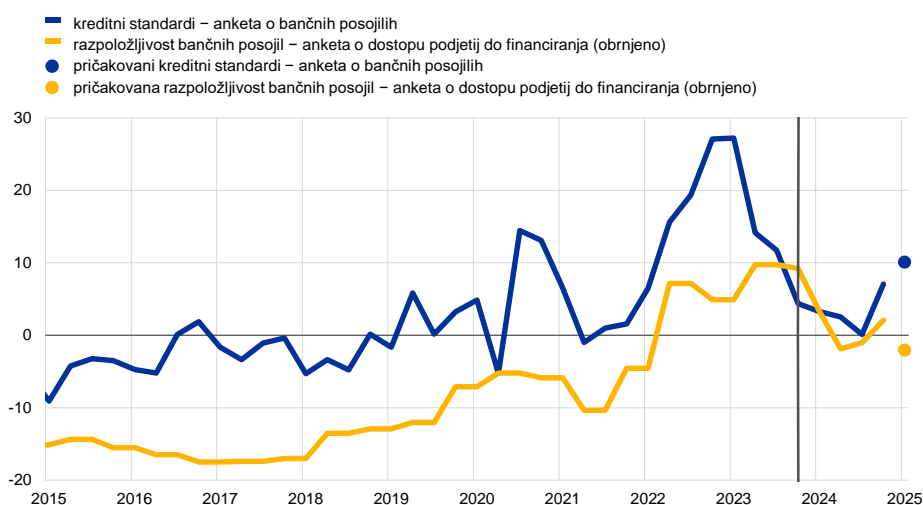
² V zvezi z anketo o bančnih posojilih glej okvir z naslovom »Informacije o prihodnjih gibanjih posojil iz ankete o bančnih posojilih v euroobmočju«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2022, in Altavilla, C., Darracq Paries, M., in Nicoletti, G., »Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis«, *Journal of Banking & Finance*, zvezek 109, 2019. V zvezi z anketo o dostopu podjetij do financiranja glej okvir z naslovom »Dostop podjetij do financiranja in gospodarski cikel: podatki iz ankete SAFE«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2022, in okvir z naslovom »Corporate vulnerabilities as reported by firms in the SAFE«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2024.

kreditno tveganje. Razlike so lahko tudi posledica sprememb v sestavi izpostavljenosti bank do podjetij s specifičnimi profili tveganosti. V zadnjem času sta obe anketi med ciklom zaostrovanja denarne politike v letih 2022 in 2023 pokazali precejšnje krčenje ponudbe kreditov, ki je bilo bolj zmerno v prvih treh četrtletjih 2024. V zadnjem četrtletju 2024 so banke v euroobmočju v anketi o bančnih posojilih navedle ponovno neto zaostrovanje kreditnih standardov za podjetja, temu pa je sledilo poročanje podjetij o ponovnem poslabšanju razpoložljivosti bančnih posojil v anketi o dostopu podjetij do financiranja.

Graf A

Spremembe kreditnih standardov in razpoložljivosti bančnih posojil za podjetja

(neto odstotki bank, ki so poročale o zaostrovanju, in neto odstotki podjetij, ki so poročala o poslabšanju)



Viri: ECB (anketa o bančnih posojilih), ECB in Evropska komisija (anketa o dostopu podjetij do financiranja) ter izračuni ECB. Opombe: Pozitivna vrednost v anketi o bančnih posojilih pomeni neto zaostrovanje kreditnih standardov, v anketi o dostopu podjetij do financiranja pa neto zmanjšanje razpoložljivosti bančnih posojil. Podatki iz ankete o dostopu podjetij do financiranja so obrnjeni. Piki prikazujeta pričakovanja v naslednjih treh mesecih (anketa o bančnih posojilih in anketa o dostopu podjetij do financiranja). Navpična črta označuje zadnje četrtletje 2023. Od tega obdobja so rezultati obeh anket neposredno primerljivi za vsako četrtletje.

V obeh anketah so splošni gospodarski obeti in obeti za posamezna podjetja ključni dejavniki kreditnih standardov in razpoložljivosti bančnih posojil

(graf B). Banke in podjetja ocenjujejo vpliv splošnih gospodarskih obetov na ponudbo kreditov na zelo podoben način, ki je tesno povezan s cikličnimi nihanjem v gospodarstvu euroobmočja (graf B, slika a). Tudi ocene bank in podjetij o vplivu obetov za panogo ali podjetje na ponudbo posojil imajo podobno dinamiko, vendar podjetja poročajo, da njihov položaj bolj pozitivno vpliva na razpoložljivost bančnih posojil, kot poročajo banke (graf B, slika b). To bi bilo lahko zato, ker se podjetja verjetno bolj osredotočajo na svojo dolgoročno kreditno sposobnost, medtem ko se banke verjetno bolj osredotočajo na daljnosežno oceno kreditnih tveganj za panogo in bilance podjetij. V zadnjem četrtletju 2024 so tako banke kot podjetja navajali splošne gospodarske obete in obete posameznih podjetij kot pomembne dejavnike, ki vplivajo na zmanjševanje razpoložljivosti bančnih posojil.

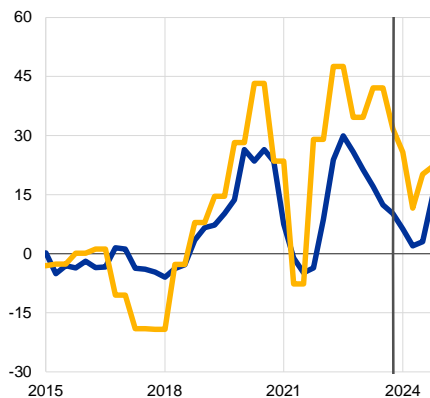
Graf B

Vpliv izbranih dejavnikov na kreditne standarde in razpoložljivost bančnih posojil

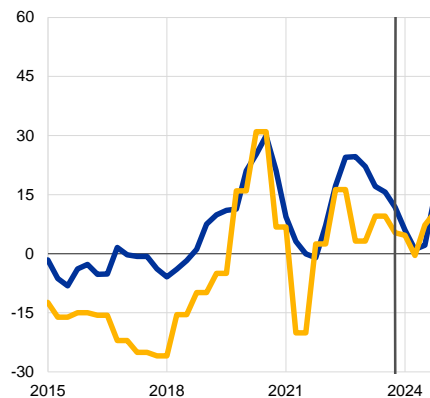
(neto odstotki bank, ki so poročale o zaostrovanju, in neto odstotki podjetij, ki so poročala o negativnem vplivu)

- anketa o bančnih posojilih
- anketa o dostopu podjetij do financiranja (obrnjeno)

a) Vpliv splošnih gospodarskih obetov



b) Vpliv obetov za posamezno panogo ali podjetje



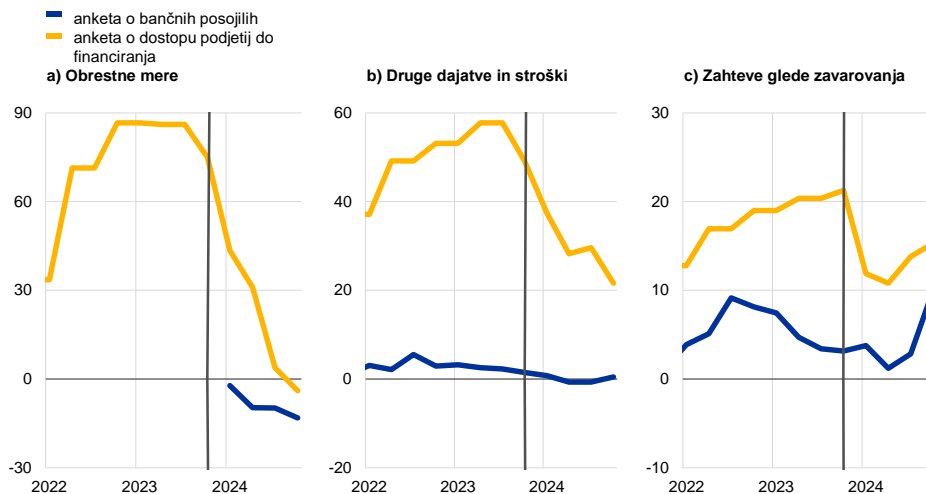
Viri: ECB (anketa o bančnih posojilih), ECB in Evropska komisija (anketa o dostopu podjetij do financiranja) ter izračuni ECB.
Opombe: Glej opombe h grafu A. Na sliki b) se kazalnik ankete o bančnih posojilih nanaša na industrijo in obete za posamezna podjetja, medtem ko se kazalnik ankete o dostopu podjetij do financiranja nanaša na prodajo in dobičkonosnost podjetij ali poslovne načrte.

Cenovni in necenovni pogoji v posojilnih pogodbah prispevajo k razumevanju dinamike posojil, saj odražajo medsebojni vpliv ponudbe in povpraševanja po posojilih (graf C). Pogoji se lahko spremenijo zaradi sprememb obrestnih mer, sprememb stroškov financiranja razen obrestnih mer, kot so stroški, pristojbine in provizije, ali zaradi drugih necenovnih pogojev, kot so zahteve glede zavarovanja. V zadnjem četrtletju 2024 so banke in podjetja poročali, da je znižanje obrestnih mer spremljalo zaostrovanje zahtev glede zavarovanja. Poleg tega so podjetja poročala, da so se stroški financiranja razen obrestnih mer še naprej neto zaostrovali, banke pa so ocenile, da so njihovi neobrestni stroški ostali na splošno nespremenjeni.

Graf C

Spremembe pogojev za posojila podjetjem

(neto odstotki bank in podjetij, ki poročajo o povečanju oziroma zaostritvi)



Viri: ECB (anketa o bančnih posojilih), ECB in Evropska komisija (anketa o dostopu podjetij do financiranja) ter izračuni ECB.

Opombe: Tako v anketi o bančnih posojilih kot tudi v anketi o dostopu podjetij do financiranja pozitivna vrednost pomeni neto povečanje obrestnih mer ali drugih dajatev in stroškov ali neto zaostritev zahtev glede zavarovanja. Obrestne mere v anketi o bančnih posojilih se nanašajo na obrestne mere za posojila, ki so v anketo vključene od prvega četrtrletja 2024. Druge dajatve in stroški so stroški razen obrestnih mer, o katerih se poroča v anketi o bančnih posojilih, ter drugi stroški financiranja, o katerih se poroča v anketi o dostopu podjetij do financiranja. Glej graf A za informacije o navpični črti.

Povpraševanje podjetij po bančnih posojilih v anketi o bančnih posojilih zajema spremembe v povpraševanju (kot jih zaznajo banke), ki so zelo ciklične, medtem ko anketa o dostopu podjetij do financiranja poroča o splošnih spremembah potreb podjetij po bančnih posojilih za poslovanje, ki so manj ciklične (graf D). V anketi o bančnih posojilih se povpraševanje po bančnih posojilih nanaša na potrebe podjetij po financiranju z bančnimi posojili, kot jih zaznavajo banke, ne glede na to, ali to na koncu privede do posojila.³ V anketi o dostopu podjetij do financiranja potrebe podjetij po financiranju z bančnimi posojili odražajo njihove lastne zaznave in ocene potreb po zunanjem financiranju, zaradi katerih se podjetja morda ne bodo vedno obrnila na banko za posojilo. Zato kazalnik ankete o dostopu podjetij do financiranja zajema tako potrebe po financiranju, ki jih zaznavajo banke, kot tudi tiste, ki bi sicer ostale neopažene, kot so potrebe podjetij, ki nimajo stikov z bankami, ali potrebe odvrnjenih posojilojemalcev. Drugi kazalnik ankete o dostopu podjetij do financiranja zagotavlja informacije o deležu podjetij, ki so banko zaprosila za posojilo. V preteklosti je bil kazalnik povpraševanja iz ankete o bančnih posojilih bolj cikličen kot merila povpraševanja iz ankete o dostopu podjetij do financiranja, kar je lahko posledica razlik v tem, kako banke in podjetja ocenjujejo povpraševanje. Banke so morda bolj osredotočene na oceno povpraševanja podjetij po posojilih v okviru splošnih gospodarskih razmer in poslovnih obetov, medtem ko se podjetja bolj osredotočajo na svoje poslovanje in poslovne priložnosti. Kazalniki iz

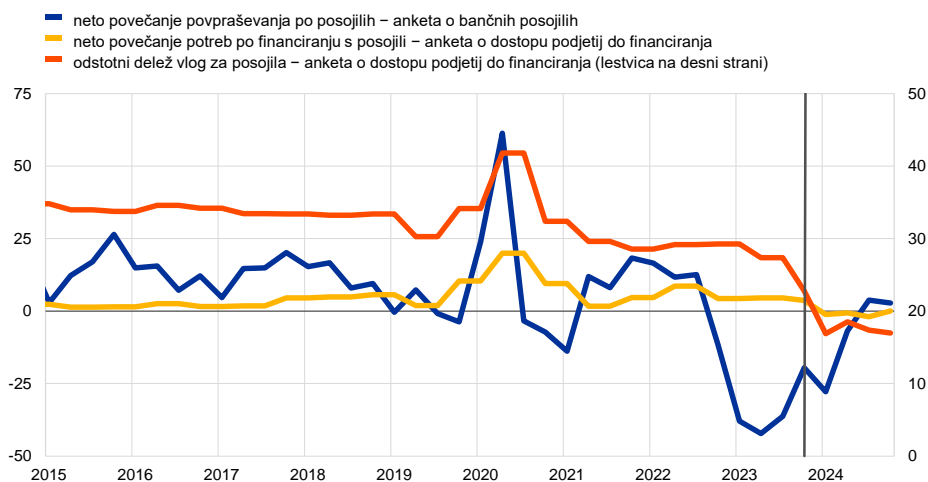
³ Banke v anketi o bančnih posojilih na podlagi rednih stikov z obstoječimi podjetniškimi strankami ocenjujejo spremembe v potrebah podjetij po financiranju, tudi če se ta podjetja ne obračajo nanje. To se na primer kaže tudi v odgovorih bank na vpliv alternativnih virov financiranja na povpraševanje podjetij po posojilih. Poleg tega lahko banke prejmejo dodatne signale od potencialnih novih strank, če se ta podjetja obrnejo na banke.

obeh anket pa kažejo na vztrajno šibko povpraševanje po posojilih od konca leta 2022 do zadnjega četrtrletja 2024, in sicer kljub zniževanju obrestnih mer.

Graf D

Spremembe v povpraševanju po posojilih v anketi o bančnih posojilih in potrebah po financiranju z bančnimi posojili ter vlogah za posojila v anketi o dostopu podjetij do financiranja

(leva os: v neto odstotkih, desna os: v odstotkih)



Viri: ECB (anketa o bančnih posojilih), ECB in Evropska komisija (anketa o dostopu podjetij do financiranja) ter izračuni ECB. Opombe: Na levi osi je pri anketi o bančnih posojilih pozitivna vrednost neto povečanje povpraševanja po posojilih pri banki; pri anketi o dostopu podjetij do financiranja je pozitivna vrednost neto povečanje potreb podjetij po bančnih posojilih. Na desni osi odstotki kažejo delež podjetij, ki so zaprosila za bančno posojilo, v primerjavi z vsemi podjetji, za katera so bančna posojila pomemben vir financiranja. Glej opombe h grafu A za informacije o navpični črti.

Rezultati anket o bančnih posojilih in o dostopu podjetij do financiranja obogatijo analizo posojilne dinamike, ker dajejo dodaten vpogled s perspektive bank in podjetij.

Anketi zato izboljšujeta razlago finančnih in gospodarskih razmer v euroobmočju. Če pogledamo novejša gibanja, sta anketi o bančnih posojilih in o dostopu podjetij do financiranja v zadnjem četrtrletju 2024 dosledno opozarjali na ponovno zaostritev ponudbe bančnih posojil podjetjem v euroobmočju, kar je bilo očitno posledica višjih kreditnih tveganj. Poleg tega so banke in podjetja poročali o še vedno umirjenem gibanju povpraševanja.

8 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 23. oktobra 2024 do 4. februarja 2025

Pripravila Samuel Bieber in Vladimir Tsonchev

V tem okvirju so opisane likvidnostne razmere in operacije denarne politike Eurosistema v sedmem in osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2024. Omenjeni obdobji sta skupaj trajali od 23. oktobra 2024 do 4. februarja 2025 (v nadaljevanju: obravnavano obdobje).

Povprečna presežna likvidnost v bančnem sistemu euroobmočja se je v obravnavanem obdobju še naprej zmanjševala. Zaradi manjših Eurosistemovih imetij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji po prenehanju ponovnega investiranja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev v začetku julija 2023 in ob zgolj delnem ponovnem investiranju v okviru izrednega programa ob pandemiji od začetka julija 2024 se je zagotavljanje likvidnosti zmanjšalo. Ponovno investiranje v okviru izrednega programa ob pandemiji se je v celoti prenehalo decembra 2024. Zmanjšanje zagotavljanja likvidnosti je bilo tudi posledica dospelosti zadnje operacije iz tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) 18. decembra 2024. Deloma je bilo to kompenzirano z nadaljnjim zmanjševanjem umikanja likvidnosti z neto avtonomnimi dejavniki.

8.1 Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema, opredeljene kot seštevki neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv, zmanjšale za 39 milijard EUR na 1,423 milijarde EUR. To je bilo posledica dejstva, da so se avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti povečali manj kot avtonomni dejavniki zagotavljanja likvidnosti (tabela A). Obvezne rezerve so se povečale za 1 milijardo EUR na 164 milijard EUR in le mejno vplivale na spremembo skupnih likvidnostnih potreb.

Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju povečali za 54 milijard EUR, k čemur je prispevalo predvsem povečanje drugih avtonomnih dejavnikov. V povprečju so se drugi neto avtonomni dejavniki povečali za 54 milijard EUR. To je bilo predvsem posledica povečanja stanja na računih prevrednotenja zaradi višje cene zlata, kar je več kot odtehtalo povečanje imetij neto tuje aktive (glej odstavek o avtonomnih dejavnikih povečanja likvidnosti v nadaljevanju). Vloge države so se zmanjšale za 7 milijard EUR na 111 milijard EUR. Skupno zmanjšanje v tej postavki od leta 2022 je posledica normalizacije denarnih rezerv v državnih zakladnicah ter sprememb v obrestovanju vlog države pri Eurosistemu, s čimer je postalo finančno privlačnejše plasirati sredstva na trg. Povprečna vrednost bankovcev v obtoku se je v obravnavanem obdobju povečala za 7 milijard EUR na 1.569 milijard EUR. Povpraševanje po bankovcih ostaja še naprej na splošno stabilno, potem ko je julija 2022 doseglo najvišjo vrednost.

Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti so se povečali za 93 milijard EUR, kar je bilo predvsem posledica povečanja neto tuje aktive za 71 milijard EUR. Na povečanje neto tuje aktive je vplivalo predvsem zvišanje cene zlata in povečanje terjatev do nerezidentov euroobmočja v tuji valuti. Neto aktiva v eurih se je v obravnavanem obdobju povečala za 22 milijard EUR.

Tabela A

Likvidnostne razmere v Eurosistemu

Pasiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 23. oktober 2024–4. februar 2025						Prejšnje obravnavano obdobje: 24. julij–22. oktober 2024	
	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 23. oktober–17. december 2024		Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 18. dec. 2024–4. februar 2025		Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti	2.739	(+54)	2.725	(+23)	2.756	(+31)	2.686	(+45)
Bankovci v obtoku	1.569	(+7)	1.563	(+3)	1.577	(+13)	1.563	(+8)
Vloge države	111	(–7)	114	(–3)	107	(–7)	118	(+1)
Drugi avtonomni dejavniki (neto) ¹⁾	1.059	(+54)	1.047	(+23)	1.072	(+25)	1.005	(+37)
Tekoči računi nad obveznimi rezervami	6	(–1)	5	(–1)	7	(+2)	7	(+1)
Obvezne rezerve²⁾	164	(+1)	163	(+0)	164	(+1)	162	(+1)
Odporna ponudba mejnega depozita	2.917	(–115)	2.928	(–61)	2.904	(–24)	3.032	(–139)
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najbližjo 1 milijardo EUR. Odstotki in oklepajih pomenijo spremembo od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.

1) Izračunano kot seštevek računov prevrednotenja, drugih terjatev in obveznosti rezidentov euroobmočja ter kapitala in rezerv.

2) Pojasnjevalna postavka, ki je ni v bilanci stanja Eurosistema in se zato ne sme vključiti v izračun skupne pasive.

Aktiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 23. oktober 2024–4. februar 2025						Prejšnje obravnavano obdobje: 24. julij–22. oktober 2024	
	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 23. oktober–17. december 2024		Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 18. december 2024–4. februar 2025		Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Avtonomi dejavniki povečevanja likvidnosti	1.480	(+93)	1.437	(+30)	1.528	(+91)	1.386	(+68)
Neto tuja aktiva	1.170	(+71)	1.146	(+22)	1.198	(+53)	1.099	(+54)
Neto aktiva v eurih	309	(+22)	292	(+8)	330	(+38)	287	(+14)
Instrumenti denarne politike	4.346	(–154)	4.384	(–69)	4.303	(–81)	4.501	(–160)
Operacije odprtega trga	4.346	(–154)	4.384	(–69)	4.303	(–81)	4.501	(–160)
Kreditne operacije	40	(–37)	50	(–7)	28	(–22)	76	(–58)
- OGR	10	(+5)	9	(+1)	11	(+2)	5	(+1)
- Trimesečne ODR	14	(+5)	12	(+1)	17	(+6)	10	(+2)
- CUODR III	16	(–46)	29	(–9)	0	(–29)	62	(–61)
Dokončni portfelji ¹⁾	4.306	(–118)	4.334	(–62)	4.275	(–59)	4.424	(–102)
Odprta ponudba mejnega posojila	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najbližjo 1 milijardo EUR. Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. OGR pomeni operacije glavnega refinanciranja, ODR operacije dolgoročnejšega refinanciranja, CUODR III pa tretjo serijo ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja.

1) S prenehanjem neto nakupov vrednostnih papirjev posamezna razčlenitev dokončnih portfeljev ni več prikazana.

Druge informacije o likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 23. oktober 2024–4. februar 2025						Prejšnje obravnavano obdobje: 24. julij–22. oktober 2024	
	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 23. oktober–17. december 2024		Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 18. dec. 2024–4. februar 2025		Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Agregatne likvidnostne potrebe¹⁾	1.423	(–39)	1.451	(–7)	1.392	(–59)	1.462	(–22)
Neto avtonomi dejavniki²⁾	1.260	(–40)	1.288	(–7)	1.228	(–60)	1.300	(–23)
Presežna likvidnost³⁾	2.923	(–116)	2.933	(–62)	2.911	(–22)	3.039	(–138)

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najbližjo 1 milijardo EUR. Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.

1) Izračunano kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv.

2) Izračunano kot razlika med avtonomnimi likvidnostnimi dejavniki na strani pasive in avtonomnimi likvidnostnimi dejavniki na strani aktive. Za namen te tabele so med neto avtonomne dejavnike vključene tudi nepravilne postavke.

3) Izračunano kot seštevek tekočih računov nad obveznimi rezervami in uporabe odprte ponudbe mejnega depozita, od katere je odšeta uporaba odprte ponudbe mejnega posojila.

Gibanja obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih in odstotnih točkah)

	Sedanje obravnavano obdobje: 23. oktober 2024–4. februar 2025				Prejšnje obravnavano obdobje: 24. julij–22. oktober 2024			
	Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 23. oktober– 17. december 2024		Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 18. december 2024– 4. februar 2025		Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 24. julij– 17. september 2024		Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 18. september– 22. oktober 2024	
Operacije glavnega refinanciranja	3,40	(–0,25)	3,15	(–0,25)	4,25	(+0,00)	3,65	(–0,60)
Odperta ponudba mejnega posojila	3,65	(–0,25)	3,40	(–0,25)	4,50	(+0,00)	3,90	(–0,60)
Odperta ponudba mejnega depozita	3,25	(–0,25)	3,00	(–0,25)	3,75	(+0,00)	3,50	(–0,25)
€STR	3,16	(–0,25)	2,92	(–0,25)	3,66	(+0,00)	3,41	(–0,25)
Indeks RepoFunds Rate Euro	3,23	(–0,26)	2,97	(–0,26)	3,73	(+0,01)	3,49	(–0,24)

Viri: ECB, CME Group in Bloomberg.

Opomba: Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo v odstotnih točkah od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. €STR je eurska kratkoročna obrestna mera.

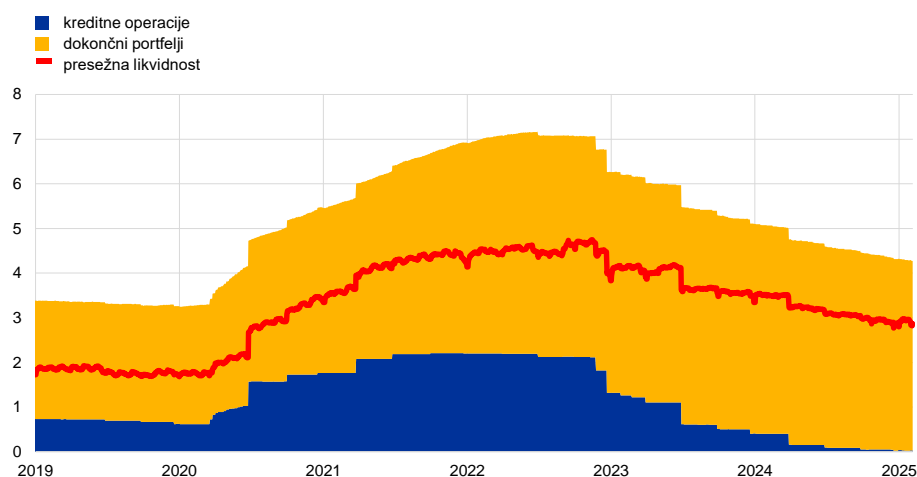
8.2 Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z instrumenti denarne politike se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 154 milijard EUR, na 4.346 milijard EUR (graf A). Zmanjšanje ponudbe likvidnosti je bilo predvsem posledica zmanjšanja Eurosistemovih dokončnih portfeljev in v manjši meri kreditnih operacij.

Graf A

Spremembe dnevne likvidnosti, zagotovljene z operacijami odprtega trga, in presežna likvidnost

(v bilijonih EUR)



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 4. februar 2025.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z imetji dokončnih portfeljev, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 118 milijard EUR na 4.306 milijard EUR.

Zmanjšanje je bilo posledica zapadlih imetij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in le delnega ponovnega investiranja v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji med 1. julijem in 31. decembrom 2024. Po tem datumu se ponovno investiranje ni več izvajalo.¹

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljen s kreditnimi operacijami, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 37 milijard EUR na 40 milijard EUR.

Zmanjšanje je bilo predvsem posledica znižanja zneskov v okviru CUODR III zaradi zapadlosti zadnje operacije v okviru CUODR III (29 milijard EUR) 18. decembra 2024. Povprečno stanje 3-mesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja in operacij glavnega refinanciranja se je pri obeh povečalo za 5 milijard. Razmeroma omejeno sodelovanje bank v rednih operacijah kljub obsežnim odplačilom ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja kaže, da je skupno njihov likvidnostni položaj dober in da so na voljo alternativni viri financiranja po ugodnih tržnih obrestnih merah in ročnostih.

8.3 Presežna likvidnost

Povprečna presežna likvidnost se je v obravnavanem obdobju zmanjšala za 116 milijard EUR in znaša 2.923 milijard EUR (graf A). Presežna likvidnost je seštevek rezerv bank nad obveznimi rezervami in uporabe odprte ponudbe mejnega depozita, od katere je odšteta uporaba odprte ponudbe mejnega posojila. Presežna likvidnost kaže razliko med skupno likvidnostjo, zagotovljeno bančnemu sistemu, in likvidnostnimi potrebami bank za izpolnjevanje obveznih rezerv. Potem ko je novembra 2022 dosegla najvišjo vrednost (4.748 milijard EUR), se je postopoma zmanjševala in v obravnavanem obdobju padla pod 3.000 milijard EUR.

8.4 Gibanje obrestnih mer

Svet ECB je v obravnavanem obdobju dvakrat za 25 bazičnih točk znižal vse tri ključne obrestne mere ECB, zlasti obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita, s katero usmerja naravnost denarne politike. Takoj po koncu obravnavanega obdobja je obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita znašala 2,75%, za operacije glavnega refinanciranja 2,90% in za odprto ponudbo mejnega posojila 3,15%.

Povprečna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) je v obravnavanem obdobju odlikavala znižanje obrestnih mer, hkrati pa je ohranjala negativen razmik glede na obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita. €STR je v celotnem obravnavanem obdobju v povprečju znašala 8,4 bazične točke manj kot obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita, v primerjavi s povprečno 8,7 bazične točke v petem in šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v

¹ Vrednostni papirji v dokončnih portfeljih so izkazani po odplačni vrednosti in prilagojeni ob koncu vsakega četrtletja, kar malenkostno vpliva na spremembe teh portfeljev.

letu 2024. Prenos sprememb obrestnih mer denarne politike na obrestne mere na nezavarovanem denarnem trgu se je zgodil v celoti in takoj.

Povprečna repo obrestna mera v euroobmočju, merjena z indeksom RFR (RepoFunds Rate) Euro, je ostala bližje obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita kot €STR. Repo obrestna mera je v celotnem obravnavanem obdobju znašala 2,6 bazične točke manj kot obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita, v primerjavi z 1,6 bazične točke v petem in šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2024. Razmeroma tesen razmik med repo obrestno mero in obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita kaže vse večjo dostopnost finančnega premoženja, ki se uporablja kot zavarovanje, zaradi večjega neto izdajanja, sprostitev instrumentov zavarovanja iz zapadlih/odplačanih ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja in zmanjšanja Eurosistemovih imetij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji. Še en dejavnik, ki prispeva k pritiskom na zvišanje repo obrestnih mer, je večje povpraševanje vlagateljev s finančnim vzvodom za financiranje dolgih pozicij v obveznicah. Prenos sprememb obrestnih mer ECB v repo obrestne mere je bil nemoten in takojšen.

Članek

1 Developments in the recent euro area house price cycle

Prepared by Christian Höynck, Moreno Roma and Kathinka Schlieker

1 Introduction

Developments in house prices play an important role in the economic and monetary analyses conducted by central banks. Notably, they are indicative of the strength of monetary policy transmission and of household balance sheet positions. Residential property prices, in conjunction with financing conditions, affect the affordability of housing and this can have knock-on effects for, among other things, construction activity and the rental market. This article reviews developments in the recent house price cycle in the euro area to better understand the possible implications for the economy.

House price cycles typically follow a boom-bust pattern but can display marked differences in their underlying triggers and drivers. Assessing house price cycles in relation to business cycles only offers a partial perspective. While there is a fair degree of coherence between residential property price and real GDP cycles (Chart 1), the former tends to be longer and have a larger amplitude. Higher volatility associated with boom-bust patterns suggests a larger role for expectations (including speculation) in house price cycles in addition to fundamentals such as income and demand that govern both residential property price and real GDP cycles.¹ Moreover, the degree of synchronicity across countries is lower for house price cycles than real GDP cycles, suggesting that a euro area house price cycle can reflect many country-specific influences.² Therefore, this article focuses on stylised facts and broad drivers of house price cycles that are visible at the euro area-wide level.

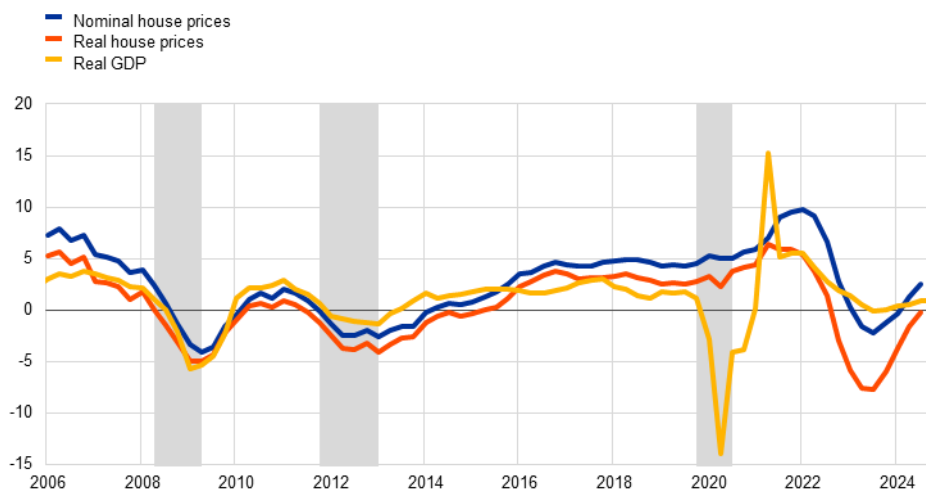
¹ The ECB [Consumer Expectations Survey](#) (CES) shows an increase in house price expectations before the most recent peak in house prices. The role of expectations and possible exuberance are in line with the theory that housing is held as an asset for which the value should appreciate over time. Asset pricing theory is a common concept used to assess house price developments. See, for instance, the box entitled "[The impact of rising mortgage rates on the euro area housing market](#)", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2022.

² See "[Real and financial cycles in EU countries: stylised facts and modelling implications](#)", *Occasional Paper Series*, No 205, ECB, January 2018.

Chart 1

Real GDP, nominal and real house prices in the euro area

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, ECB and ECB staff calculations.

Notes: Grey areas delimit recessions, as identified by the Centre for Economic Policy Research Euro Area Business Cycle Dating Committee. Real house prices are nominal house prices deflated by the GDP deflator. The latest observations are for the third quarter of 2024 for nominal and real house prices and for the fourth quarter of 2024 for real GDP.

2 Recent house price dynamics compared with previous house price cycles

The recent downturn in euro area house prices was relatively mild and short-lived. Data for the third quarter of 2024 suggest that the house price cycle has safely moved past its trough and the level of house prices has already recovered to that of the previous peak observed in the third quarter of 2022. This recovery has been much faster than those following the global financial crisis (GFC) and the sovereign debt crisis (SDC) (Chart 2, panel a). In retrospect, the peak-to-trough part of the cycle saw a cumulative decline of 3% over one and a half years, which was shallower and shorter than the almost 5% cumulative decline recorded over two years during the GFC and the SDC.³ The relatively limited “bust” in house prices stands out compared with previous cycles, as the run-up to the peak in 2022 had been accompanied by estimated residential property price valuations relative to fundamentals that exceeded those observed at the peaks during the GFC and the SDC (Chart 2, panel b).⁴

³ In real terms, the cumulative decline in the most recent house price cycle was around 10% when adjusting house prices to developments in the GDP deflator (compared with 6% during the GFC and 8% during the SDC) or to developments in the HICP inflation indicator (compared with 7% during the GFC and 9% during the SDC). Real house prices can be seen as accounting for changes in purchasing power and therefore they can approximate changes in affordability, which is useful in the analysis of longer-term house price trends. That said, the strong surge in the general inflation cycle was initially accompanied by losses in purchasing power, as it took a while for these losses to be recouped through higher nominal wage growth.

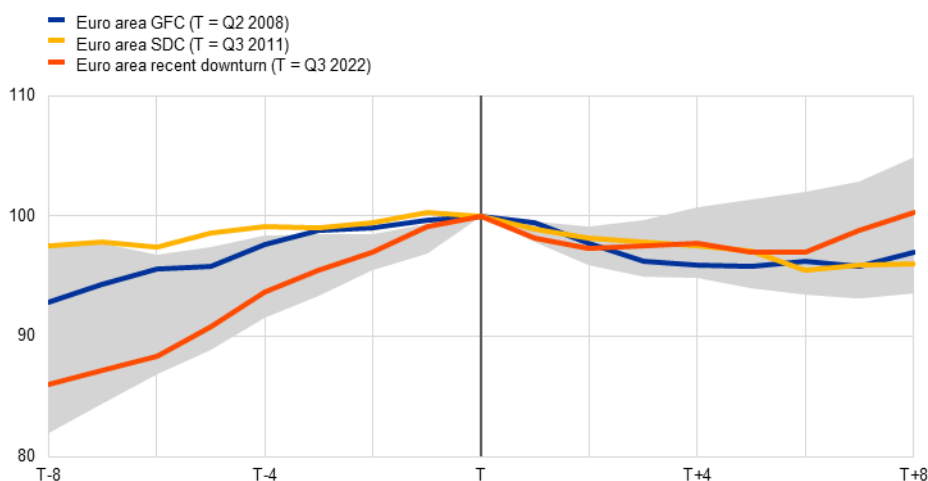
⁴ Estimates of house price over/undervaluation are surrounded by uncertainty and there can be large differences between different measures in terms of levels and developments. For instance, measuring the overvaluation based on real house prices suggests that the correction has now already taken place.

Chart 2

Comparison of nominal house price developments and valuations around peaks

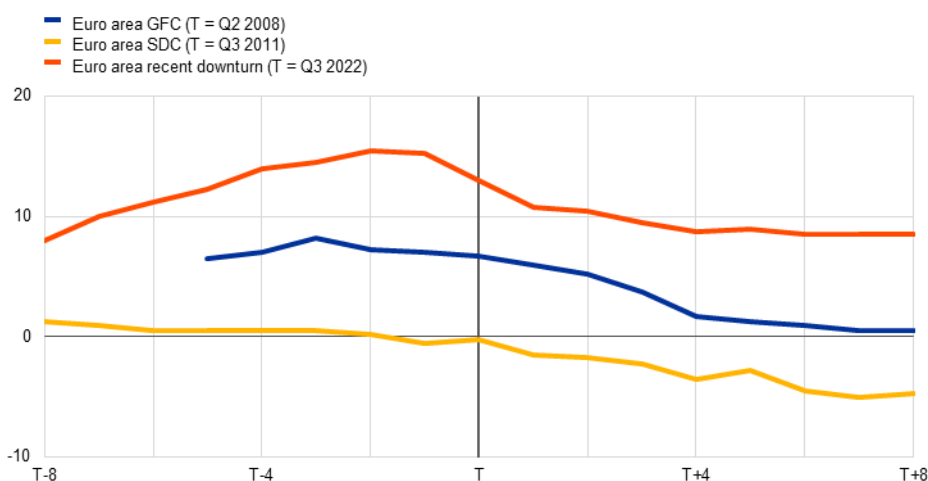
a) Nominal house price developments

(index, peak (T) = 100)



b) Valuations around peaks

(percentages of over- and undervaluation)



Sources: ECB, Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: The shaded area denotes the interquartile range of house price developments around peaks for all individual euro area countries and the aggregate. The identification of house price cycles is based on the Bry-Boschan algorithm with a minimum length of five quarters per cycle and two quarters for up- and downturns. Note that the build-up phase before the peak of the sovereign debt crisis (SDC) is also the post-peak phase of the global financial crisis (GFC). For Panel b), the lines refer to the average of the estimates based on four different valuation methods, as regularly reported in Chart 3.12 of the [ESRB risk dashboard](#). The latest observations are for the third quarter of 2024.

Disaggregation of euro area house price growth into different characteristics can provide additional insight into the features of the recent house price cycle.

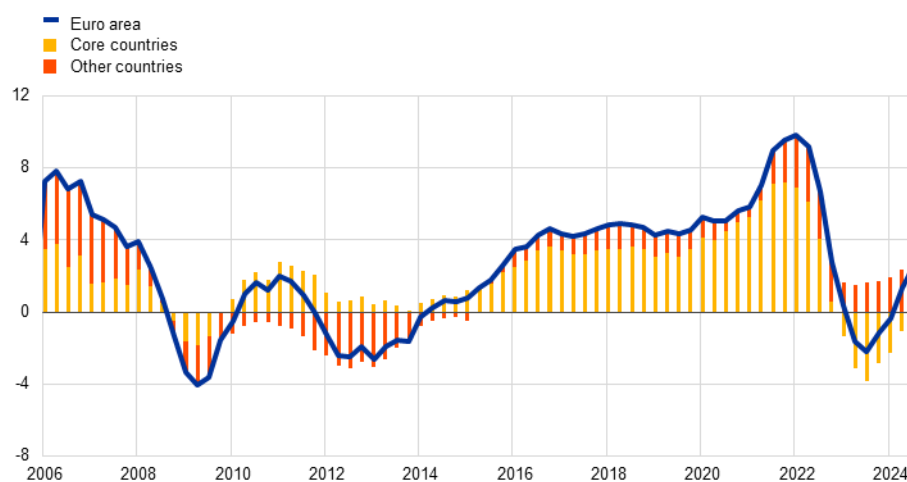
While euro area-wide house price dynamics during the GFC and the SDC were largely explained by what, at the time, was called “periphery” countries, recent dynamics were much more strongly driven by “core” countries (Chart 3), and in particular by Germany with its high weight in aggregate house prices. With only 12 of the euro area countries experiencing a decline in prices, the latest cycle was less pervasive than that during the GFC where all but one country experienced a downturn. The change in country composition of euro area-wide dynamics could

point to a rotation of boom-busts in combination with an overall broad trend of rising house prices. For some countries, the shift to a more favourable interest rate environment after the introduction of the euro led to a boom-bust cycle that took quite some time to clean up and recover from (as in the case of Spain). During the low interest rate period following the GFC and the SDC, it was mainly other, previously less affected countries that saw their housing markets react to favourable financing conditions, with them eventually seeing a correction of exuberant price dynamics (as in the case of Germany).

Chart 3

Contributions to euro area house price growth by subgroups of countries

(annual percentage changes, percentage point contributions)



Sources: Eurostat, ECB and ECB staff calculations.

Notes: Eurostat's series for individual countries have different starting dates. Previous to that starting date, the series are backcasted based on growth rates from an ECB series. The bars represent percentage point contributions to the euro area growth rate based on GDP weights. Germany, France, the Netherlands, Austria, Belgium, Luxembourg and Finland are classified as belonging to the group of "core" countries, those countries classified under "Other countries" broadly speaking saw a more pronounced house price cycle during the GFC and the SDC. The latest observations are for the third quarter of 2024.

The recent house price cycle saw more balanced developments between house prices in capital cities and the average house price in their respective countries.

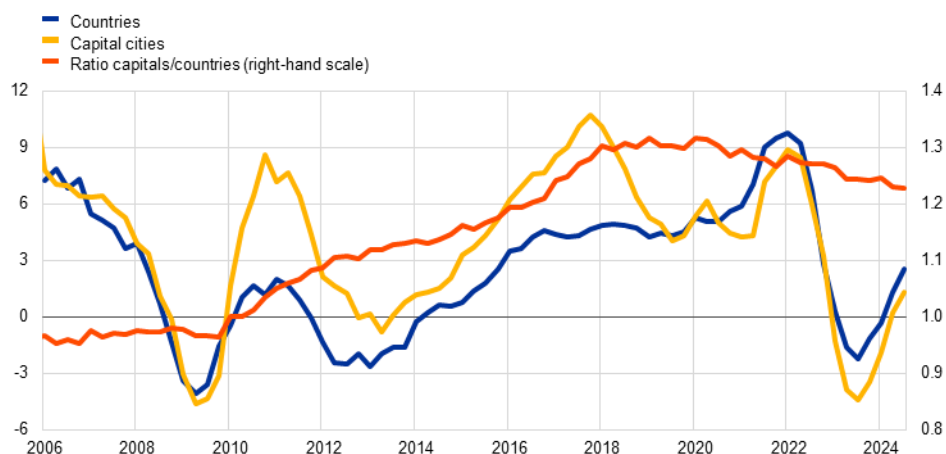
Up until the pandemic, house prices in capital cities had a history of growing more strongly than in their respective countries as a whole. At the same time, there was more acceleration and deceleration in the house price dynamics of capital cities (Chart 4). These differences are consistent with the notion that "location" is a key element in house prices and that dynamics are more buoyant in supply constrained markets. A larger share of affluent buyers and a perception of reliable resale values in good locations such as capitals can amplify price movements driven by fundamentals, expectations or speculation as compared with other locations. At the end of 2019, house prices in capital cities were 71% higher than during the pre-GFC period in early 2006, as compared with 28% for the euro area aggregate. The most recent house price cycle has somewhat realigned these relative dynamics, with house prices in euro area capital cities witnessing slower price dynamics than the euro area country average. This could reflect the already high and possibly less affordable price levels in capital cities but, more likely, also the specific and reinforcing impact of the pandemic and its implications for remote

working that allowed workers to live further away from their offices and in less expensive locations.⁵

Chart 4

Nominal residential property prices for the euro area and a synthetic euro area aggregate of capital cities

(annual percentage changes, ratio 2010 Q1 = 1)



Sources: ECB, Eurostat, Bank for International Settlements and national sources, ECB staff calculations.

Notes: The country average refers to Eurostat's euro area series. The euro area synthetic aggregate series for capital cities is a weighted average based on GDP weights. The aggregate includes Belgium, Germany, Estonia, Ireland, Spain, France, Italy, the Netherlands, Austria Slovenia and Finland. The latest observations are for the third quarter of 2024.

House price dynamics in the recent cycle reflected particularly buoyant developments in the prices of existing dwellings.

These dwellings account for the bulk of housing transactions and their prices therefore typically define the shape of the overall house price cycle. At the peak of the cycle, the annual growth rate of prices for existing dwellings was half a percentage point higher than that of new dwellings and at the trough it was around 6 percentage points lower, a larger difference than that which had been observed in the GFC and – in particular – the SDC cycles (Chart 5). This likely reflects the long duration of the housing market upturn that may, towards its end, have increasingly been facing supply constraints for new dwellings, making buyers increasingly turn to existing properties. This was then reinforced during the pandemic when construction activity slumped and, at the same time, buyers were looking for dwellings that implied an upgrade in terms of square meters which could be situated in locations with hitherto lower price levels.⁶ Once the exuberance element in buying existing dwellings had faded and energy costs became a more relevant element in the type of preferred housing, prices for existing dwellings dwindled much faster than those for new dwellings. The latter's unwinding was also more constrained, as there were limits to lowering prices in view

⁵ This is confirmed by OECD relocation data available until the fourth quarter of 2022 (most countries only show up to the fourth quarter of 2021), illustrating a shift in demand away from metropolitan centres to suburbs in close proximity to metropolitan centres (reduction in the price-to-distance-gradient) or to small cities (however not necessarily to rural areas as such). See [“Expanding the doughnut? How the geography of housing demand has changed since the rise of remote work with COVID-19”](#), *OECD Regional Development Papers*, OECD, 11 October 2023.

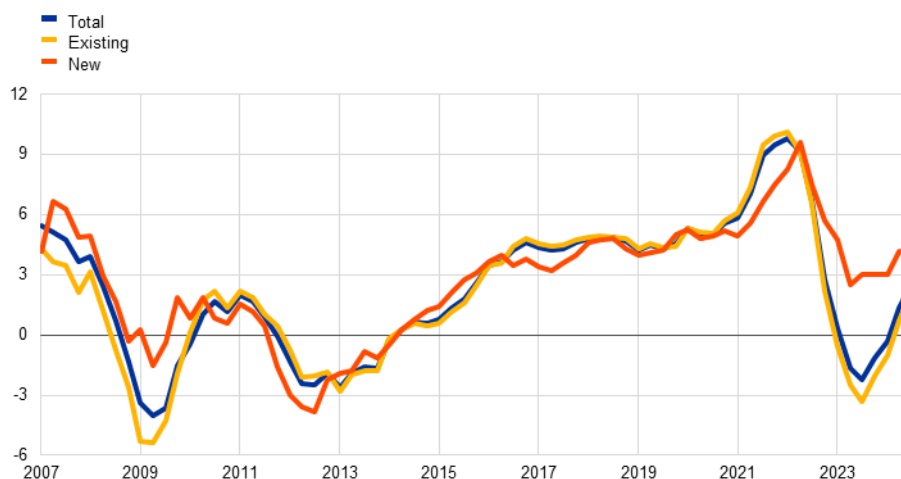
⁶ See the box entitled [“The impact of rising mortgage rates on the euro area housing market”](#), *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2022. Eurostat's data on housing and living conditions suggest that the rate of housing cost overburden was larger in cities than rural areas in recent years, and that there was a temporary increase in the share of people living in overcrowded homes during the pandemic years.

of the high construction costs under which new dwellings had been built in recent years.

Chart 5

Euro area residential property prices by types of dwelling

(annual percentage changes)



Sources: ECB, Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: Eurostat's euro area series for new and existing dwellings only starts in the fourth quarter of 2009. Data for the period prior to this are based on backcasting with growth rates from a GDP-weighted country aggregation, including Germany, France, Spain, the Netherlands, Belgium, Estonia, Greece, Croatia, Latvia, and Lithuania. The latest observations are for the third quarter of 2024.

The stylised facts indicate that the recent house price cycle was different from those during the GFC and the SDC. The price boom appears to have been broader based across categories and may reflect the fact that increases had also extended to less central locations or to less modern dwellings, particularly in relation to pandemic-related shifts in preferences. This implies that the boom may have come with less financial stretching and exposure of buyers than at other times and that this helped to contain the subsequent bust (Section 3). Ultimately, the price correction unwound the additional surge in prices in the aftermath of the pandemic but left the sustained increases recorded in pre-pandemic years in these price levels. The busts during the GFC and SDC cycles had implied relatively more erosion of previous multi-year price gains.

3 Key factors shaping the recent house price cycle

Model-based analysis suggests that, generally speaking, the largest driver in boom-bust house price cycles is the demand factor. The model used in Box 1 identifies housing-specific demand shocks as the main drivers of the house price downturns during the GFC and SDC cycles, but not during the latest downturn. Instead, aggregate supply shocks related to energy price shocks and pandemic-related supply disruptions had a relatively larger impact. Contrary to past cycles, the model also sees monetary policy more noticeably contributing to the recent downturn than the past declines in house prices. This is consistent with the profound change from a long period of low mortgage interest rates to a period of steep tightening of

financing conditions and possible non-linear effects emanating from such a change.⁷ Decompositions of house price developments into originating shocks can be a starting point for an assessment of driving factors but they are naturally model-specific, depending on the selection of variables and shocks and how these shocks are identified. Assessing house price cycles therefore also benefits from a model-free discussion of pertinent groups of factors and indicators.⁸

Demand factors go some way towards explaining the recent house price cycle.

Looking beyond the short-lived constraints in activity during the lockdown of the pandemic period, growth in housing investment and transactions point to a period of sustained strong housing demand in the run-up to the recent house price boom (Chart 6, panel a). This is also reflected in the continued rise of intentions to purchase or build a home to levels not seen since the introduction of the euro. Indeed, the pandemic period appears to have ultimately coincided with an additional boost in demand, likely related to housing relocations in times of an increased preference for remote working.⁹ This is in line with a large shock in preferences that some models identify for the pandemic period as compared with what had been observed in previous house price cycles.¹⁰ The subsequent fall in housing demand effectively unwound the exceptional pandemic surge in demand and was relatively limited. Housing investment and transactions declined but show signs of having bottomed out, and intentions to purchase a home have only seen a temporary dent at continued high levels (Chart 6, panel a). This provides the basis for the observed, relatively fast recovery in house prices.

⁷ See, for instance, “House prices and ultra-low interest rates: exploring the non-linear nexus” *Empirical Economics*, September 2024 or “Drivers of rising house prices and the risk of reversal”, *Financial Stability Review*, ECB, May 2022.

⁸ For an example of different demand and supply factors in the housing market, see the article entitled “The state of the euro area housing market”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2018.

⁹ See Richard, M., “Working from home: Effects on housing demand and inequality”, *The ECB Blog*, 8 January 2025. The COVID-19 lockdowns induced a structural change in the organisation of work (i.e. working from home), changing what residents looked for in a house, increasing overall demand for housing but in particular for larger properties located further away from city centres.

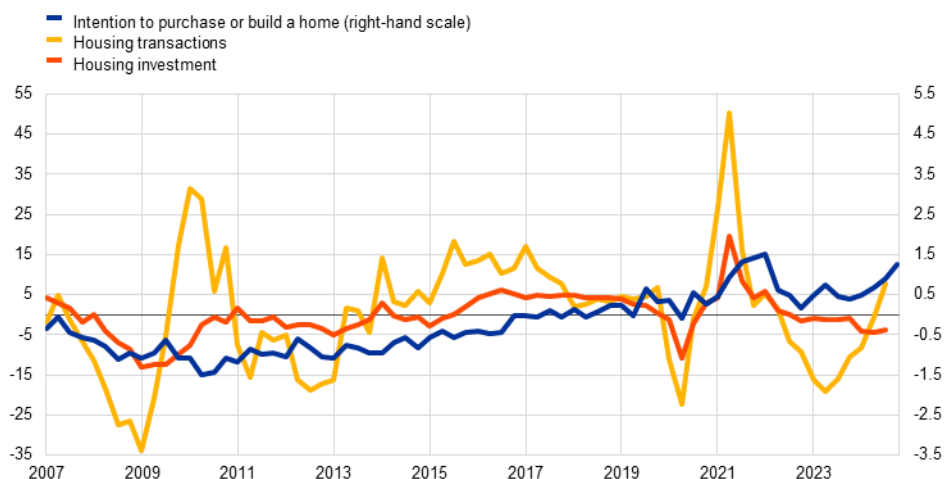
¹⁰ See “Analysing drivers of residential real estate (RRE) prices and the effects of monetary policy tightening on RRE vulnerabilities”, *Macprudential Bulletin*, Issue 10, ECB, 2022.

Chart 6

Euro area indicators relevant for housing demand

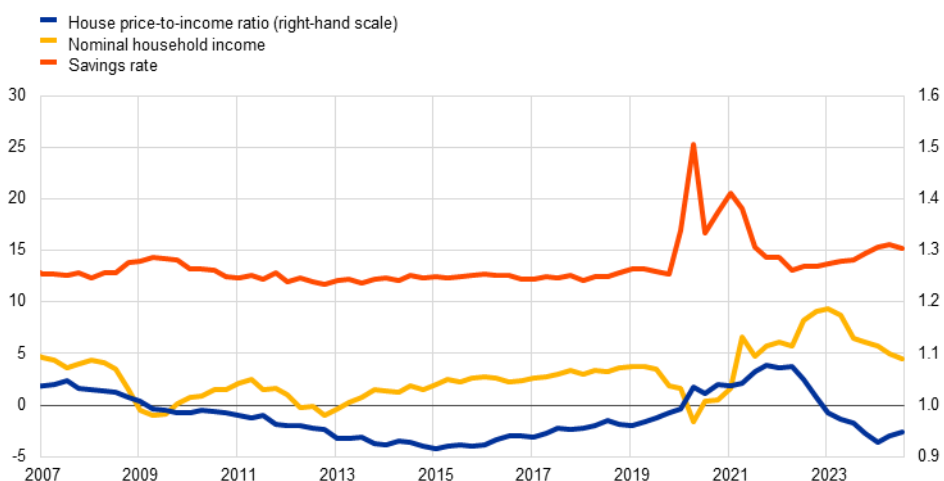
a) Housing-specific indicators

(standardised percentage balances, annual percentage changes)



b) Aggregate demand indicators

(index 2005 Q1 = 1, annual percentage changes, percentage of gross disposable income)



Sources: European Commission, Eurostat, ECB, Agenzia Entrate and ECB staff calculations.

Notes: Standardisation of intentions to buy implies a zero mean and unit standard deviation from the first quarter of 1999 to 2019.

Housing transactions are an aggregation of Eurostat's available data and information from national sources for euro area countries that together account for around 70% of euro area GDP. This coverage declines for years before 2015. The latest observations are for the third quarter of 2024, except for the fourth quarter of 2024 for intentions to buy a home.

Robust growth in disposable income supported housing demand and the debt servicing capacity of euro area households. Unlike in the GFC and SDC downturns, labour market conditions generally remained favourable during the recent house price cycle. Together with income support measures by governments during the pandemic and energy crises, this allowed household income to increase more than mortgage costs and contained the increase in the house price-to-income ratio during the house price boom (Chart 6, panel b). Households could afford higher mortgage payments and the savings accumulated during the pandemic also put them in a position to make larger downpayments. The financial burden for homeowners with a mortgage remained overall relatively low compared both with

that for owners without a mortgage or that for tenants paying rents, as well as with what was the relative burden in earlier house price cycles.¹¹ In contrast to the GFC and SDC cycles, the recent downturn in house prices coincided with robust income developments and the decline in the house price-to-income ratio therefore implied an improvement in affordability that has underpinned the current recovery of house prices despite less favourable financing conditions than at the start of the house price cycle.

The role of tighter financing conditions in the adjustment of house prices was mitigated by relatively sound balance sheet positions. The sharp increase in interest rates in response to the 2022 surge in inflation coincided with still substantially overvalued house prices.¹² This could have been expected to lead to a much stronger bust in prices than was ultimately observed. One reason for differences with corresponding adjustments in the GFC and SDC cycles was that these overvaluations coincided with sounder household and bank balance sheet positions than had been the case at the time of the previous two cycles. Much lower mortgage credit growth and a lower debt service ratio compared with the pre-GFC period, which was partly due to the more widespread use of macroprudential policy, also implied more resilient household balance sheets and less risk of a disorderly unwinding of the house price boom, and consequently less volatility in the house price cycle (Chart 7).¹³ Moreover, many euro area countries had moved in the direction of a stronger prevalence of fixed rate mortgages, which temporarily protect homeowners from higher borrowing rates and imply lower default rates that could exacerbate house price busts. At the same time, this suggests that, for many households, nominal mortgage payments are likely to increase once their current fixed rate contracts expire and are replaced by those with meanwhile higher interest rates.¹⁴ The recent normalisation of interest rates limits this risk, as it kept the period during which households had to renegotiate their contracts at higher rates rather short. It also ends a short period in which the return on housing as an asset had become less attractive than the return on fixed income investments, which had therefore dampened the demand for housing.¹⁵

¹¹ See Eurostat's data on housing cost overburden by tenure status. The latest available data for the euro area are for 2023.

¹² Across relevant indicators, average house price overvaluation in mid-2022 remained above 10% (Chart 2, panel b). However, measures deriving valuations on the basis of real house prices, and thus accounting for the surge in inflation, suggest that overvaluation had already unwound by that stage.

¹³ See, for instance, "[Assessing the strength of the recent residential real estate expansion](#)", *Financial Stability Review*, ECB, November 2021.

¹⁴ According to the [ECB Financial Stability Review](#) in November 2023, estimates based on nowcasted survey data show that over 30% of the euro area's outstanding fixed rate mortgage stock is expected to expire within the next ten years.

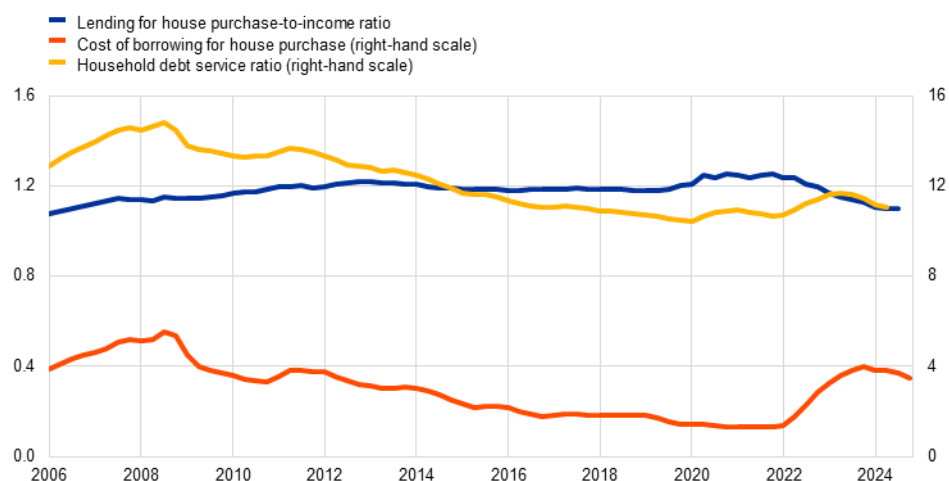
¹⁵ For a discussion, see the box entitled "[Why has housing lost its lure? Evidence from the ECB's Consumer Expectations Survey](#)", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2023.

Chart 7

Euro area household borrowing and debt servicing conditions

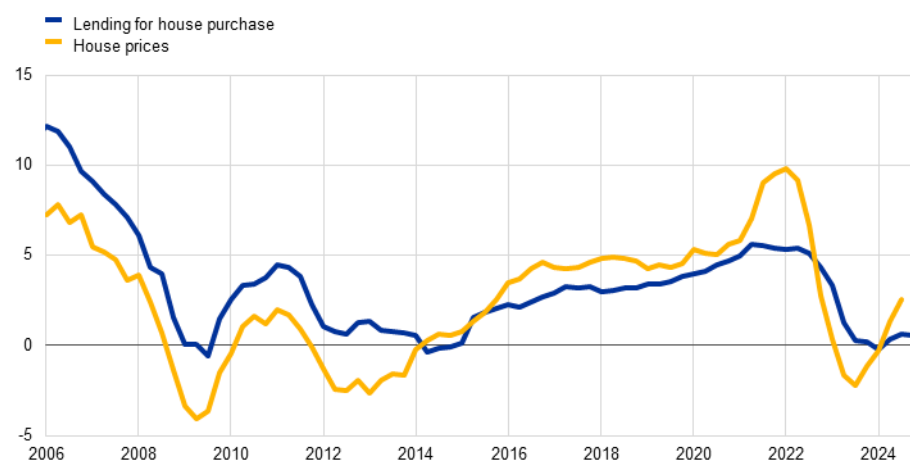
a) Household borrowing conditions

(index 2005 Q1 = 1, annual percentage changes)



b) Lending for house purchase and house prices

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat, ECB (MIR) and ECB staff calculations.

Notes: The lending for house purchase-to-income ratio is the lending for house purchase divided by households' disposable income based on the aggregate macroeconomic series. This ratio is different to that of lending standards, which is calculated at loan level at origination. The debt service ratio is defined as the ratio of fixed debt service costs (i.e. interest payments plus amortisations) to disposable income, as reported in the [ECB Financial Stability Review](#) in May 2024. The latest observations are for the third quarter of 2024, except for the fourth quarter of 2024 which is for the cost of borrowing and for the lending for house purchase.

The impact of monetary policy tightening on house prices also depends on the link between the housing market and the rental market. If higher interest rates imminently dampen affordability and therefore house purchases, households can be expected to turn more strongly to the rental market to satisfy their demand for shelter.¹⁶ This should put downward pressure on house prices and upward pressure on rental prices (Box 2 discusses the relation between house prices and rental prices). However, the elasticity of households to shift between owning and renting depends on both the general level of rental prices and the availability of let property.

¹⁶ See, for instance, Castellanos et al., “[The aggregate and distributional implications of credit shocks on housing and rental markets](#)”, *Working Paper Series*, No 2977, ECB, 2024.

In this respect, the tightening of financing conditions has also affected the attractiveness of investing in buy-to-let property and ultimately the supply in the rental market. This holds true even more if prices in the rental market are subject to regulation or if the availability in the rental market is subject to shocks such as immigration.

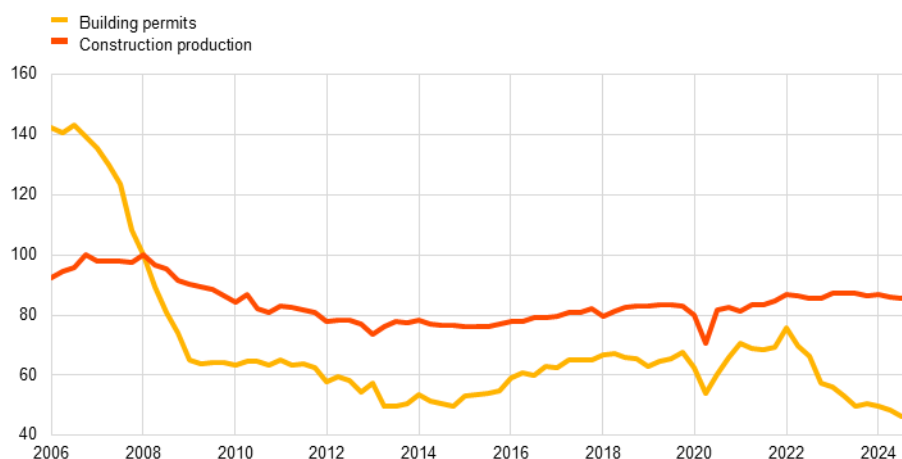
The impact of housing demand and monetary policy factors on house prices also depends on the state of the housing supply. In this respect, the model in Box 1 points to a relatively large role played by supply shocks in the recent house price downturn. This relates to both housing-specific and aggregate supply factors. Building permits, as a proxy for new housing supply, increased since the SDC cycle but remained at substantially lower levels than during the GFC cycle. In the recent house price downturn, they declined sharply reaching historical lows (Chart 8, panel a). This indicates that supply-side shortages prevail, and this helps to explain the relatively short-lived unwinding of house prices and their latest upturn as soon as improved financing conditions started to underpin demand. Economy-wide factors related to supply chain and energy price shocks also affected the construction sector and the supply of housing. Construction costs had risen sharply during the pandemic and post-pandemic periods related to both materials and labour shortages (Chart 8, panel b). This put upward pressure on house prices primarily via house prices for new buildings but also via those for existing buildings where the transaction was conditional upon prior renovation and maintenance. This has, for instance, been the case for measures that increase the energy efficiency of older buildings. The costs of such measures and the corresponding hesitance of potential buyers also help explain why prices for existing dwellings slumped much more than those for new dwellings.

Chart 8

Euro area indicators relevant for housing supply

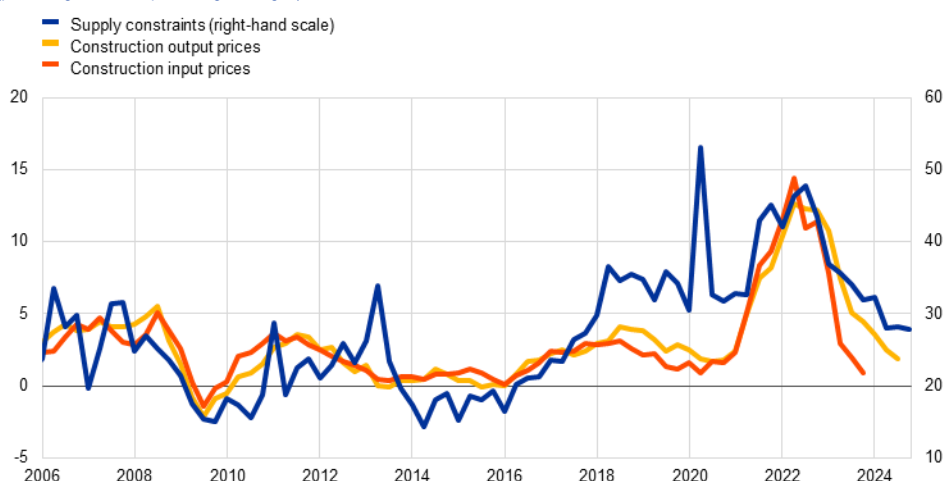
a) Housing-specific indicators

(index, 2008 Q1 = 100)



b) Aggregate supply indicators

(percentages, annual percentage changes)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: For panel b), the series for construction input prices is only available until the fourth quarter of 2023. The latest observations are for the third quarter of 2024 for construction output prices and the fourth quarter of 2024 for building permits, construction production and supply constraints compiled on the basis of the European Commission's business survey for the construction sector.

Evidence from models and pertinent indicators corroborates the notion that the recent house price cycle exhibited some special features. This relates particularly to the strong upward demand shocks and their likely overlap with a strong preference shock during the house price boom. The pure unwinding of these shocks can explain a substantive part of the subsequent house price bust. The tightening of monetary policy and bank lending standards contributed to the turn of the cycle, despite resilient income fundamentals and constraints in the supply of housing.

Box 1

The fundamental drivers of euro area house prices

Prepared by Niccolò Battistini and Johannes Gareis

This box provides an empirical assessment of the fundamental drivers of house price developments in the euro area. To this end, it uses a structural Bayesian vector autoregression (SBVAR) model that includes real private consumption, the private consumption deflator, real housing investment, nominal house prices, the short-term risk-free interest rate, and the long-term interest rate spread.¹⁷ The model imposes sign and zero restrictions on the responses of the model variables to various shocks.¹⁸ In addition to aggregate demand and supply shocks, the model considers housing-specific demand and supply shocks, as well as a risk-free rate shock and a term spread shock. The latter two shocks refer to unexpected changes in the risk-free rate and the term spread beyond their systematic reaction to economic fluctuations. Hence, risk-free rate and term spread shocks capture conventional and unconventional monetary policy shocks, commonly interpreted as shocks affecting short-term risk-free rates and the slope of the yield curve, respectively.¹⁹ In the context of the recent monetary policy tightening, these shocks broadly reflect the reversal of the ECB's loose monetary policy stance beyond historical regularities, through a steepening of the yield curve and a sequence of hikes in short-term rates to counter the exceptional rise in inflation. The model is estimated based on data between the first quarter of 1995 and the third quarter of 2024.²⁰

To gain insight from a historical perspective, the model-based impact of fundamental drivers of euro area house prices is compared across upturns and downturns from different periods in the past, namely the global financial crisis and the sovereign debt crisis, as well as in the period from the recent monetary policy tightening up to the latest available quarter (Chart A). Considering these past periods, housing demand shocks always dominated downturns in house prices. Indeed, housing demand shocks played the largest role in the fall in house prices during the global financial crisis and the sovereign debt crisis, largely mirroring their crucial role in the build-up of house prices before the global financial crisis. Among the other shocks, contractionary housing supply shocks led to higher house prices during the upturns of both of these periods, while contractionary aggregate supply shocks weighed on house prices during the downturns of both of these periods, highlighting the detrimental wealth effects of cost-push inflation for households. Moreover, term spread shocks moderately supported house prices throughout the various phases of the past periods. Instead, risk-free rate shocks exerted a limited impact on house price fluctuations during the past periods under review.

¹⁷ All variables are included in log levels, except for the short-term risk-free interest rate and the long-term interest rate spread, which are measured in levels. The short-term risk-free interest rate refers to the three-month EURIBOR and the long-term interest rate spread is the difference between the euro area ten-year government bond yield and the short-term risk-free interest rate.

¹⁸ See, among others, Smets, F. and Jarociński, M., "House prices and the stance of monetary policy", *Working Paper Series*, No 891, ECB, April 2008; and Nocera, A. and Roma, M., "House prices and monetary policy in the euro area: evidence from structural VARs", *Working Paper Series*, No 2073, ECB, June 2017.

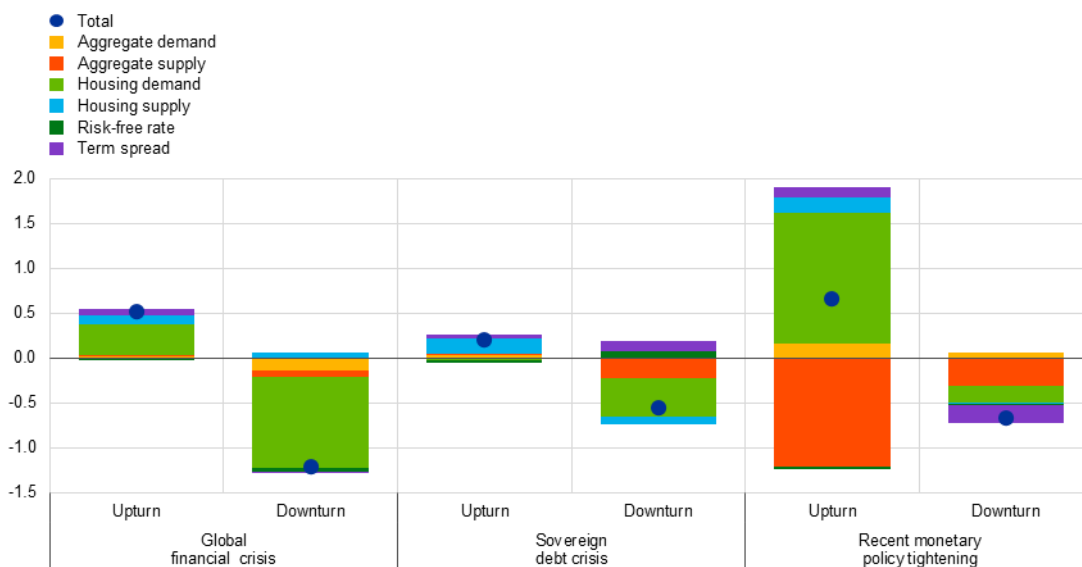
¹⁹ See, for instance, Baumeister, C. and Benati, L., "Unconventional Monetary Policy and the Great Recession: Estimating the Macroeconomic Effects of a Spread Compression at the Zero Lower Bound", *International Journal of Central Banking*, Vol. 9, Issue 2, June 2013, pp. 165-212.

²⁰ The model takes account of the marked volatility of macroeconomic data in 2020 by using a pandemic heteroskedasticity adjustment. See Lenza, M. and Primiceri, G., "How to estimate a vector autoregression after March 2020", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 37, Issue 4, June 2022, pp. 688-699.

Chart A

The impact of fundamental drivers on euro area house prices during different periods

(average quarterly changes during the considered periods, percentages and percentage points, deviations from trend)



Sources: Eurostat, ECB, and ECB staff calculations.

Notes: The chart shows the average quarterly impact of identified shocks derived from a SBVAR model with sign and zero restrictions on house prices over the periods under review. The global financial crisis includes the period from the first quarter of 2004 to the second quarter of 2008 for the upturn and the period from the second quarter of 2008 to the second quarter of 2009 for the downturn, the sovereign debt crisis from the second quarter of 2009 to the third quarter of 2011 for the upturn and from the third quarter of 2011 to the first quarter of 2013 for the downturn, and the recent monetary policy tightening from the first quarter of 2020 to the fourth quarter of 2021 for the upturn and from the fourth quarter of 2021 to the third quarter of 2024 for the downturn.

Turning to the recent monetary policy tightening, according to the model results, the decline in house prices was broadly in line with the previous downturns during the global financial and the sovereign debt crises in terms of average quarterly size. Yet, it was substantially different in nature, reflecting a different combination of fundamental drivers. First, compared with the previous two crises, aggregate supply shocks played a larger role. This likely reflected the lasting effects of the energy price shock resulting from Russia's war against Ukraine, which extended and exacerbated the pandemic-related supply disruptions and pushed up inflation to exceptionally high levels, dampening general economic and housing market activity. Moreover, housing demand shocks also exerted a negative impact, but their effect was smaller as compared with the previous two crisis periods, likely reflecting the prolonged impact of the significant shift in household preferences towards residential (rather than other types of) real estate during the COVID-19 pandemic, induced by the mandatory and voluntary restrictions on mobility, the diffusion of remote working and the accumulation of excess savings.²¹ Finally, while risk-free rate shocks played a limited role in the recent decline in house prices, as was also the case in previous periods, term spread shocks significantly dampened house price growth in contrast to previous periods. These results are consistent with the timing of the ECB's recent monetary policy tightening, with the ECB first announcing the exit from unconventional monetary policy at the end of 2021, before raising

²¹ See the article entitled "The euro area housing market during the COVID-19 pandemic", *Economic Bulletin*, ECB, Issue 7, 2021 and Gamber, W., Graham, J. and Yadav, A., "Stuck at home: Housing demand during the COVID-19 pandemic", *Journal of Housing Economics*, Vol. 59, Part B, March 2023.

monetary policy rates as of mid-2022.²² In sum, the model results show that while the house price decline in the previous two downturns was mainly driven by housing-specific demand shocks, the latest downturn in house prices was characterised by a variety of factors, with prominence being given to the lasting effects of the pandemic and other subsequent adverse macroeconomic shocks.

Box 2

The relation between rental and house prices: how indicative is this for the euro area?

Prepared by Moreno Roma

The asset pricing model and the user cost of capital model provide conceptual frameworks for housing valuation. The first model works with the discounted flow of future rental income, the second with the annual cost of a unit of owner-occupied housing services. To the extent that owner-occupied housing costs can be approximated by rental prices, both frameworks can entail a long-term theoretical relation between house prices and rental prices.²³ House prices should therefore be high, as compared with rental prices, when, among other things, interest rates are low, expected house price appreciation is high, the risk premium for holding a housing asset is low or maintenance costs are low. Over the past 25 years, house prices in the euro area more than doubled and, on average, substantially outpaced rental prices. The house price-to-rental price ratio drifted upwards from its long-term average for protracted periods of time and remained above this average even after the recent correction of house prices (Chart A).²⁴ Such a situation would normally suggest a downside risk to house price growth and an upside risk to rental price growth, as it suggests that buying is relatively expensive as compared to renting, with households adjusting their relative demand.

²² This result is also due to a larger role of term spread shocks relative to risk-free rate shocks in explaining house price fluctuations on average (with the opposite applying to housing investment). This is consistent with the larger importance of unconventional relative to conventional monetary policy shocks in house prices (with the opposite applying to construction value added), documented by Battistini, N., Falagiarda, M., Hackmann, A. and Roma, M., “Navigating the housing channel of monetary policy across euro area regions”, *European Economic Review*, Vol. 171, January 2025, 104897.

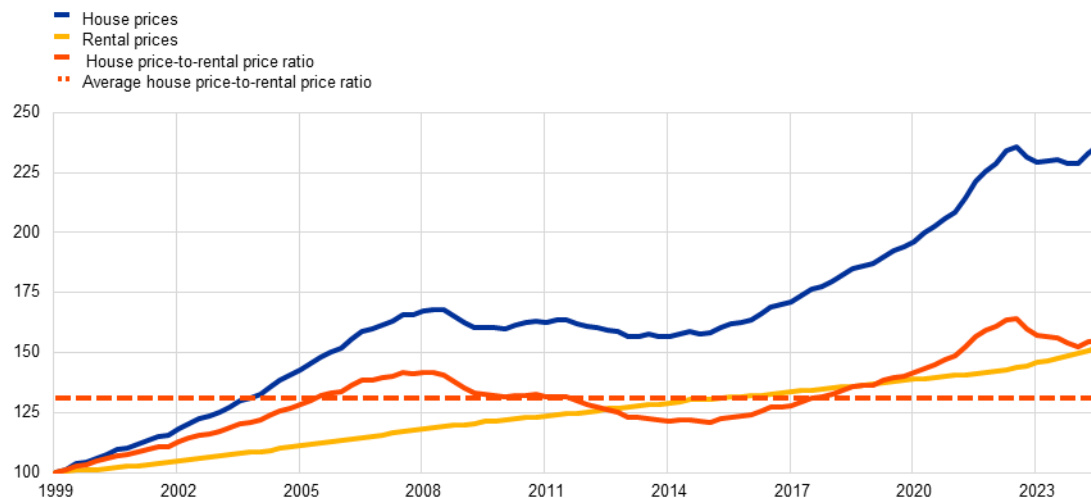
²³ For a discussion, see, for instance, Dieckelmann et al., “House prices and ultra-low interest rates: exploring the non-linear nexus”, *Working Paper Series*, No 2789, ECB, February 2023.

²⁴ See the box entitled “Rent inflation in the euro area since the crisis”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2019. Note that the actual rent component in the HICP mainly reflects existing contracts and only in part new lettings, which are more subject to market forces and more responsive to housing market conditions.

Chart A

House prices, rental prices and the house price-to-rental price ratio in the euro area

(index 1999 = 100)

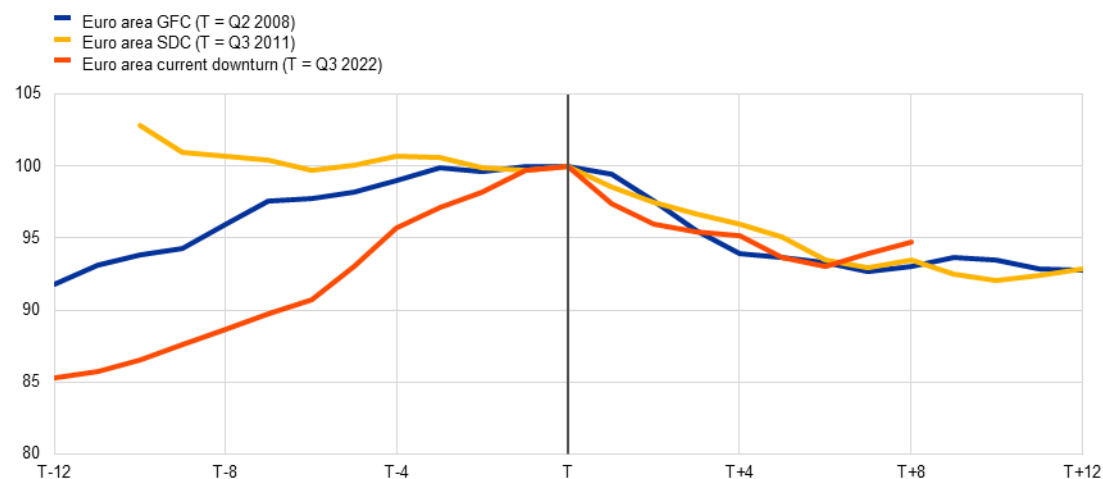


Sources: Eurostat and ECB staff calculations.
Notes: The latest observations are for the third quarter of 2024.

Chart B

Euro area house price-to-rental price ratio across boom-bust cycles

(index, peak (T) = 100)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.
Notes: The latest observations are for the third quarter of 2024.

The magnitude of decline in the house price-to-rental price ratio following a house price peak is broadly comparable across boom-bust house price cycles. This holds true even in the recent house price cycle, albeit the increase in this ratio in the run-up to the peak was much stronger than during the GFC and SDC cycles owing to the sizeable and sustained increase in house prices until mid-2022 (Chart B). This is in line with the extended period of exceptionally low interest rates, the expectation of house price appreciation likely triggered by sustained increases in house prices, or with a lower risk-premium of holding a housing asset in times when transactions were high and working from home options lowered the hurdle for tying oneself to a house rather than retaining flexibility by renting.

Beyond economic and financial considerations, the decision between renting and buying is also related to preferences. According to the ECB's Consumer Expectation Survey (CES), the "desire to own instead of renting" was the third most important reason for moving in the period from February 2023 to February 2024.²⁵ The total share of euro area households renting a property increased by around 1 percentage point since 2020 to close to 35% in 2023. Such developments can have many grounds (including country-specific motives). For example, a limited housing supply, tighter financing conditions or reduced access to credit can make purchasing a property more difficult and push households towards renting. In addition, regulation and consumer protection in the rental market can make renting a preferred option.²⁶ The stickiness of rents due to regulation and the fact that HICP rental prices primarily cover existing contracts call for caution in using the house price-to-rental price ratio as an unambiguous valuation measure and indication of whether there is an adjustment need for house prices. This is underpinned by evidence from a new rental price indicator based on the ECB's CES, which shows that dynamics in rental prices have lately been driven increasingly by recent moves towards rental accommodation (see the box entitled "[Euro area rent developments: insights from the CES](#)" in this issue of the Economic Bulletin).

To this end, an additional useful gauge to benchmark house prices are the actual costs incurred to acquire and maintain a property as summarised in Eurostat's owner-occupied housing price index (OOHPI). While the house price-to-rental price ratio remains well above its long-term average, the house price-to-OOHPI ratio did not increase as much in the first instance, declining substantially, however, during the recent house price downturn as the OOHPI continued to show moderating but positive rates of growth (Chart C). The recent large gap observed between the two ratios can be explained by considering the breakdown of the OOHPI into its acquisition and maintenance components. These illustrate that the major repairs and maintenance costs of owned property (quite aside from the acquisition costs) have been developing more dynamically than rental prices. This underpins the notion that a high share of existing rental contracts (possibly fixed for extended periods) in the rental price index does not necessarily make this index a good benchmark for assessing whether house prices correspond to the fundamental conditions in real time.

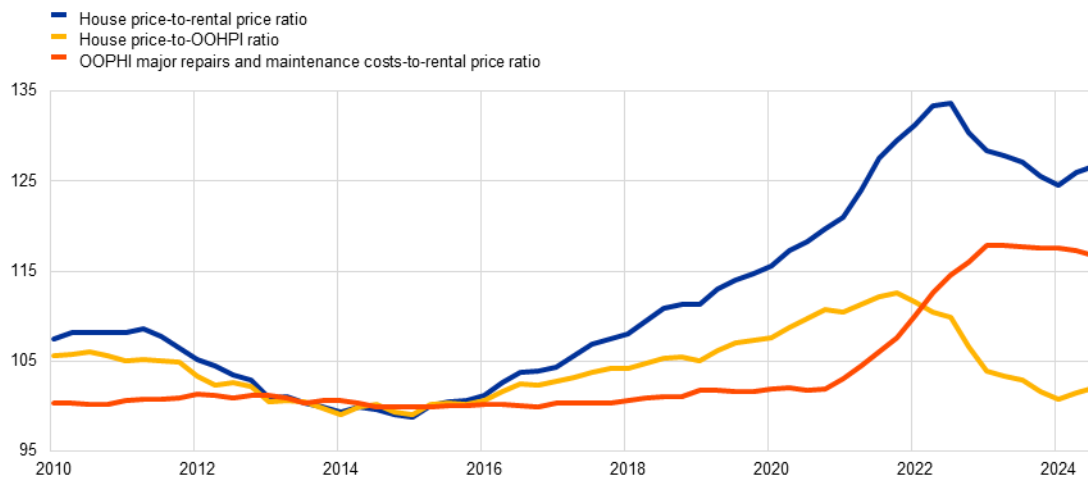
²⁵ Around one-quarter of those households that moved mentioned the "desire to own instead of renting". The first reason was the "desire to improve living conditions" and the second the "desire to spend less on housing". For further details, see the box entitled "[Euro area rent developments: insights from the CES](#)" in this issue of the Economic Bulletin, ECB, 2025.

²⁶ See, for instance, Castellanos, J., Hannon, A. and Paz-Pardo, G., "[The aggregate and distributional implications of credit shocks on housing and rental markets](#)", which shows that a shock that reduces credit access to potential mortgagors increases rents, reduces house prices and decreases homeownership rates, *Working Paper Series*, No 2977, ECB, 2024.

Chart C

Ratios of house prices to rental prices and housing costs in the euro area

(index 2015=100)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations

Notes: Data for the owner-occupied housing price index are available from 2010 to the third quarter of 2024. The latest observations are for the third quarter of 2024.

4 Conclusion

The latest data confirm that the recent downturn in house prices was relatively mild compared with previous bust periods. By the third quarter of 2024, the level of house prices in the euro area had moved back above the earlier peak level in 2022. While estimates of housing valuations are surrounded by uncertainty, current readings imply that the relatively mild and short-lived decline in house prices implied less adjustment to overvaluations than had been observed during the GFC and the SDC house price cycles (although this adjustment has been more substantial in measures derived on the basis of real house prices). One reason for the limited adjustment is that the bust in house prices took place in a limited number of countries and, therefore, did not bear the same hallmarks as an outright recession as in previous periods, with income fundamentals remaining solid in the most recent house price cycle. In this respect, it resembled an orderly unwinding of the additional boost in house prices recorded during the pandemic period.

While a relatively shallow bust in house prices circumvents adverse consequences for household and bank balance sheets, the level of house prices have remained high. This has negatively affected the affordability of housing despite a meanwhile less tight monetary policy. High construction costs and high purchase prices for housing currently stand in the way of generating additional supply in the housing market, which also implies scarcity in the rental market. In view of the combination of supply limitations and continued sound demand fundamentals, house price developments may well continue on their upward path, even though this may not be an entirely healthy outlook for the economy as a whole.

Statistics

Contents

1 External environment	S 2
2 Economic activity	S 3
3 Prices and costs	S 9
4 Financial market developments	S 13
5 Financing conditions and credit developments	S 18
6 Fiscal developments	S 23

Further information

Data published by the ECB can be accessed from the ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/>

Detailed tables are available in the "Publications" section of the ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/publications>

Methodological definitions, general notes and technical notes to statistical tables can be found in the "Methodology" section of the ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/methodology>

Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:

<https://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

Conventions used in the tables

- data do not exist/data are not applicable
- . data are not yet available
- ... nil or negligible
- (p) provisional
- s.a. seasonally adjusted
- n.s.a. non-seasonally adjusted

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	3.3	2.5	4.8	0.9	3.0	3.5	9.5	6.8	8.0	9.1	2.5	2.0	8.4
2023	3.3	2.9	0.4	1.5	5.2	0.4	6.8	7.0	4.1	7.4	3.2	0.2	5.4
2024	.	2.9	0.9	0.1	5.0	.	5.2	5.7	2.9	2.5	2.7	0.2	2.4
2024 Q1	0.8	0.4	0.8	-0.5	1.5	0.3	5.7	6.5	3.2	3.5	2.6	0.0	2.6
Q2	0.7	0.7	0.4	0.7	0.9	0.2	5.8	6.1	3.2	2.1	2.7	0.3	2.5
Q3	0.8	0.8	0.0	0.4	1.3	0.4	4.9	5.3	2.6	2.0	2.8	0.5	2.2
Q4	.	0.6	0.1	0.7	1.6	0.1	4.6	5.0	2.7	2.5	2.9	0.2	2.2
2024 Sep.	-	-	-	-	-	-	4.5	5.2	2.4	1.7	2.5	0.4	1.7
Oct.	-	-	-	-	-	-	4.6	5.1	2.6	2.3	2.3	0.3	2.0
Nov.	-	-	-	-	-	-	4.7	5.0	2.7	2.6	2.9	0.2	2.2
Dec.	-	-	-	-	-	-	4.7	4.9	2.9	2.5	3.6	0.1	2.4
2025 Jan.	-	-	-	-	-	-	4.7	.	3.0	3.0	4.0	0.5	2.5
Feb.	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2.4

Sources: Eurostat (col. 6, 13); BIS (col. 9, 10, 11, 12); OECD (col. 1, 2, 3, 4, 5, 7, 8).

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

1.2 Main trading partners, Purchasing Managers' Index and world trade

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports ¹⁾		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.1	4.6	1.8
2023	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.6	-3.9	2.6
2024	52.9	53.7	52.5	51.3	52.1	50.1	50.7	53.1	49.0	2.6	3.5	1.8
2024 Q1	52.6	52.2	52.9	51.3	52.6	49.2	51.1	52.4	49.2	0.0	0.7	-0.6
Q2	53.2	53.5	53.1	51.5	53.2	51.6	52.1	53.3	50.1	1.3	1.9	0.7
Q3	52.9	54.3	53.1	52.5	50.9	50.3	49.8	53.4	48.4	1.2	1.9	0.6
Q4	53.0	54.8	50.9	50.1	51.8	49.3	49.9	53.3	48.4	1.0	0.5	1.4
2024 Sep.	52.4	54.0	52.6	52.0	50.3	49.6	49.1	52.9	47.5	1.2	1.9	0.6
Oct.	52.8	54.1	51.8	49.6	51.9	50.0	50.1	53.1	48.3	1.4	1.2	1.6
Nov.	53.2	54.9	50.5	50.1	52.2	48.3	50.4	53.1	48.6	0.7	0.6	0.8
Dec.	53.2	55.4	50.4	50.5	51.4	49.6	49.2	53.8	48.2	1.0	0.5	1.4
2025 Jan.	52.0	52.7	50.6	51.1	51.1	50.2	50.7	52.2	49.4	.	.	.
Feb.	.	50.4	50.5	.	.	50.2	51.5	.	49.6	.	.	.

Sources: S&P Global Market Intelligence (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis and ECB calculations (col. 10-12)

1) Global and advanced economies exclude the euro area. Annual and quarterly data are period-on-period percentages; monthly data are 3-month-on-3-month percentages. All data are seasonally adjusted.

2) Excluding the euro area.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾
					Total	Total construction	Total machinery	Intellectual property products				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Current prices (EUR billions)												
2021	12,612.9	12,106.2	6,453.7	2,785.8	2,734.4	1,403.8	785.7	539.0	132.3	-506.7	6,111.6	5,605.0
2022	13,724.0	13,446.4	7,228.7	2,941.9	3,017.5	1,558.0	869.2	584.1	258.3	-277.6	7,395.7	7,118.0
2023	14,594.5	14,077.8	7,736.2	3,093.0	3,195.1	1,641.9	925.8	621.1	53.4	-516.7	7,375.6	6,858.9
2023 Q4	3,706.6	3,570.4	1,960.5	791.6	814.7	411.9	230.6	170.6	3.6	-136.2	1,834.4	1,698.2
2024 Q1	3,738.6	3,564.8	1,981.3	796.8	799.0	413.7	226.6	157.1	-12.2	-173.8	1,852.0	1,678.1
Q2	3,764.0	3,578.7	1,989.5	810.4	782.1	410.7	227.9	141.9	-3.3	-185.3	1,894.4	1,709.1
Q3	3,799.6	3,639.2	2,008.8	819.3	801.9	412.0	224.9	163.3	9.1	-160.5	1,870.0	1,709.6
<i>as percentage of GDP</i>												
2023	100.0	96.5	53.0	21.2	21.9	11.3	6.3	4.3	0.4	-3.5	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2024 Q1	0.3	-0.4	0.3	0.1	-2.3	-0.2	-1.2	-8.8	-	-	1.1	-0.3
Q2	0.2	-0.1	0.0	1.1	-2.4	-0.9	0.4	-10.5	-	-	1.5	1.1
Q3	0.4	1.3	0.7	0.6	2.0	-0.2	-1.9	14.7	-	-	-1.5	0.2
Q4	0.1	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>annual percentage changes</i>												
2021	6.3	5.1	4.7	4.4	3.8	6.2	8.0	-6.8	-	-	11.4	9.0
2022	3.5	3.8	4.9	1.1	2.0	0.0	3.7	4.9	-	-	7.3	8.4
2023	0.4	0.1	0.6	1.5	1.6	0.6	2.2	3.6	-	-	-0.7	-1.3
2024 Q1	0.4	0.0	1.0	2.0	-1.1	-1.8	-3.0	3.5	-	-	-0.7	-1.7
Q2	0.5	-0.7	0.5	2.7	-3.2	-1.9	-2.3	-8.4	-	-	1.9	-0.6
Q3	0.9	0.9	1.0	2.5	-1.4	-1.6	-4.6	4.1	-	-	1.4	1.2
Q4	0.9	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2024 Q1	0.3	-0.4	0.2	0.0	-0.5	0.0	-0.1	-0.4	0.0	0.7	-	-
Q2	0.2	-0.1	0.0	0.2	-0.5	-0.1	0.0	-0.4	0.2	0.3	-	-
Q3	0.4	1.3	0.4	0.1	0.4	0.0	-0.1	0.6	0.4	-0.9	-	-
Q4	0.1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2021	6.3	5.1	2.5	1.0	0.9	0.7	0.5	-0.3	0.6	1.5	-	-
2022	3.5	3.7	2.6	0.2	0.4	0.0	0.2	0.2	0.5	-0.2	-	-
2023	0.4	0.1	0.3	0.3	0.4	0.1	0.1	0.2	-0.9	0.3	-	-
2024 Q1	0.4	0.0	0.5	0.4	-0.2	-0.2	-0.2	0.1	-0.7	0.5	-	-
Q2	0.5	-0.7	0.3	0.6	-0.7	-0.2	-0.1	-0.3	-0.8	1.2	-	-
Q3	0.9	0.8	0.5	0.5	-0.3	-0.2	-0.3	0.2	0.1	0.1	-	-
Q4	0.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Exports and imports cover goods and services and include cross-border intra-euro area trade.

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2021	11,253.2	185.1	2,158.3	592.5	2,017.7	602.8	521.9	1,275.7	1,363.7	2,208.1	327.5	1,359.7
2022	12,339.8	217.9	2,421.4	646.9	2,342.6	633.1	543.3	1,341.1	1,490.9	2,324.5	377.9	1,384.3
2023	13,203.6	225.2	2,584.8	721.5	2,440.3	678.4	605.2	1,477.4	1,602.1	2,460.1	408.7	1,390.9
2023 Q4	3,350.6	55.8	643.3	182.8	616.4	172.5	154.3	379.1	410.3	632.8	103.5	356.0
2024 Q1	3,369.9	55.8	631.8	184.6	623.5	176.2	157.7	384.9	412.6	637.8	105.1	368.7
Q2	3,389.7	56.0	627.5	184.7	628.5	177.1	159.4	386.9	418.4	645.3	105.9	374.3
Q3	3,417.4	56.6	632.0	185.1	632.2	179.6	160.6	386.9	422.9	654.5	107.1	382.3
<i>as percentage of value added</i>												
2023	100.0	1.7	19.6	5.5	18.5	5.1	4.6	11.2	12.1	18.6	3.1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2023 Q4	0.3	0.3	0.2	-0.3	-0.1	1.4	-0.1	0.8	0.8	0.5	-1.6	-2.4
2024 Q1	0.2	0.6	-0.7	0.1	0.4	0.7	0.9	1.0	-0.1	0.2	1.3	1.2
Q2	0.1	-1.9	-0.2	-1.0	0.3	0.4	-0.1	0.2	0.6	0.3	0.1	0.9
Q3	0.3	-0.7	0.4	-0.5	0.4	1.2	-0.1	-0.1	0.4	0.5	1.3	1.1
<i>annual percentage changes</i>												
2021	6.2	2.6	8.0	3.7	8.2	10.6	6.1	2.2	9.0	3.7	5.2	7.1
2022	3.9	-0.9	0.7	0.0	8.1	5.6	-1.8	2.8	6.2	2.9	16.3	0.3
2023	0.7	0.7	-1.5	1.3	0.0	4.4	-1.7	2.3	1.5	1.0	3.9	-2.2
2023 Q4	0.5	0.4	-2.4	1.8	-0.2	4.6	-2.0	2.3	1.8	1.1	2.5	-3.3
2024 Q1	0.6	0.3	-1.9	-1.3	0.6	4.0	0.0	2.1	1.8	1.2	1.7	-1.1
Q2	0.6	-2.0	-1.8	-1.9	0.7	3.2	0.2	2.2	2.0	1.5	1.2	-0.2
Q3	1.0	-1.7	-0.3	-1.8	0.9	3.8	0.5	1.9	1.8	1.6	1.1	0.8
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2023 Q4	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.1	-
2024 Q1	0.2	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	-
Q2	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
Q3	0.3	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2021	6.2	0.0	1.6	0.2	1.5	0.6	0.3	0.3	1.1	0.8	0.2	-
2022	3.9	0.0	0.1	0.0	1.5	0.3	-0.1	0.3	0.8	0.6	0.5	-
2023	0.7	0.0	-0.3	0.1	0.0	0.2	-0.1	0.3	0.2	0.2	0.1	-
2023 Q4	0.5	0.0	-0.5	0.1	0.0	0.2	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	-
2024 Q1	0.6	0.0	-0.4	-0.1	0.1	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	-
Q2	0.6	0.0	-0.4	-0.1	0.1	0.2	0.0	0.2	0.2	0.3	0.0	-
Q3	1.0	0.0	-0.1	-0.1	0.2	0.2	0.0	0.2	0.2	0.3	0.0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2022	100.0	86.0	14.0	2.9	14.2	6.4	24.2	3.3	2.3	1.1	14.2	24.9	6.6
2023	100.0	86.1	13.9	2.8	14.1	6.4	24.4	3.4	2.3	1.1	14.2	24.9	6.5
2024	100.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>annual percentage changes</i>													
2022	2.4	2.5	1.9	-0.6	1.2	3.7	3.3	6.1	0.1	3.4	3.8	1.5	1.3
2023	1.4	1.5	0.8	-2.0	0.9	1.3	1.9	3.6	0.6	1.8	1.7	1.4	1.1
2024	0.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2024 Q1	1.1	1.1	0.9	-0.4	0.2	1.6	1.4	2.8	0.9	0.3	0.9	1.5	0.4
Q2	1.0	1.0	0.9	-0.5	0.4	1.2	0.7	2.0	0.7	-1.3	0.8	1.7	0.9
Q3	0.9	0.9	1.0	-0.7	0.2	0.7	0.9	1.6	0.8	-1.7	1.0	1.6	1.0
Q4	0.7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2021	100.0	81.7	18.3	4.0	15.0	7.3	24.2	3.5	2.5	1.1	14.0	22.6	5.8
2022	100.0	81.7	18.3	3.8	14.7	7.4	25.1	3.6	2.4	1.1	14.2	22.0	5.9
2023	100.0	81.9	18.1	3.7	14.6	7.3	25.2	3.6	2.4	1.1	14.2	22.0	5.9
<i>annual percentage changes</i>													
2021	6.1	5.9	7.3	1.6	5.0	9.2	7.2	7.5	2.6	6.2	8.6	4.3	6.4
2022	3.6	3.6	3.3	-1.3	1.1	4.2	7.4	6.4	-0.7	5.3	4.4	0.8	4.8
2023	1.3	1.6	0.2	-2.1	0.6	0.9	1.7	3.5	0.2	1.4	1.7	1.5	1.6
2023 Q4	1.4	1.6	0.4	-1.1	0.5	1.6	1.5	3.3	0.5	0.5	1.5	1.8	1.5
2024 Q1	0.7	0.8	0.4	-2.1	-0.4	1.3	0.9	2.4	0.1	-0.9	1.1	1.0	0.4
Q2	0.8	0.9	0.5	-1.0	0.3	0.9	0.4	2.1	0.4	-2.2	1.0	1.4	1.5
Q3	0.5	0.6	-0.1	-1.7	-0.3	0.5	0.5	1.5	0.6	-2.5	0.9	0.8	1.2
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2021	4.5	4.1	6.6	1.2	4.9	5.8	6.6	3.0	2.2	5.0	5.5	2.0	5.4
2022	1.1	1.1	1.4	-0.6	-0.1	0.6	4.0	0.2	-0.8	1.9	0.6	-0.7	3.5
2023	-0.1	0.0	-0.6	-0.1	-0.3	-0.4	-0.2	-0.1	-0.4	-0.3	0.0	0.1	0.5
2023 Q4	0.1	0.2	-0.5	-0.3	0.0	-0.2	-0.1	0.4	-0.1	-0.6	0.3	0.3	0.0
2024 Q1	-0.4	-0.4	-0.5	-1.8	-0.6	-0.3	-0.4	-0.4	-0.8	-1.1	0.2	-0.4	-0.1
Q2	-0.2	-0.1	-0.4	-0.5	-0.1	-0.3	-0.3	0.1	-0.3	-0.9	0.2	-0.2	0.6
Q3	-0.5	-0.3	-1.1	-1.1	-0.5	-0.2	-0.5	0.0	-0.2	-0.8	-0.1	-0.8	0.2

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Data for employment are based on the ESA 2010.

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ²⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2020			100.0			80.1		19.9		51.3		48.7		
2022	167.962	3.1	11.400	6.8	2.7	9.148	6.0	2.252	14.6	5.732	6.4	5.668	7.2	3.2
2023	170.275	2.9	11.186	6.6	2.4	8.890	5.8	2.296	14.5	5.648	6.2	5.538	6.9	3.0
2024	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2.6
2024 Q1	171.578	2.9	11.161	6.5	2.3	8.829	5.7	2.332	14.6	5.668	6.2	5.493	6.8	2.9
Q2	171.843	2.8	11.064	6.4	2.1	8.719	5.6	2.344	14.7	5.642	6.2	5.422	6.7	2.6
Q3	172.059	2.8	11.001	6.4	1.9	8.623	5.5	2.379	14.9	5.713	6.2	5.288	6.6	2.5
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2.5
2024 Aug.	.	.	10.855	6.3	.	8.496	5.4	2.359	14.8	5.632	6.1	5.223	6.5	.
Sep.	.	.	10.839	6.3	.	8.486	5.4	2.352	14.7	5.610	6.1	5.229	6.5	.
Oct.	.	.	10.733	6.2	.	8.424	5.4	2.309	14.5	5.530	6.0	5.203	6.5	.
Nov.	.	.	10.637	6.2	.	8.352	5.3	2.285	14.4	5.487	6.0	5.150	6.4	.
Dec.	.	.	10.697	6.2	.	8.437	5.4	2.260	14.2	5.511	6.0	5.186	6.4	.
2025 Jan.	.	.	10.655	6.2	.	8.392	5.3	2.263	14.1	5.500	6.0	5.155	6.4	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Where annual and quarterly Labour Force Survey data have not yet been published, they are estimated as simple averages of the monthly data. There is a break in series from the first quarter of 2021 due to the implementation of the Integrated European Social Statistics Regulation. Owing to technical issues with the introduction of the new German system of integrated household surveys, including the Labour Force Survey, the figures for the euro area include data from Germany, starting in the first quarter of 2020, which are not direct estimates from Labour Force Survey microdata, but based on a larger sample including data from other integrated household surveys.

2) Not seasonally adjusted.

3) The job vacancy rate is equal to the number of job vacancies divided by the sum of the number of occupied posts and the number of job vacancies, expressed as a percentage. Data are non-seasonally adjusted and cover industry, construction and services (excluding households as employers and extra-territorial organisations and bodies).

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production ¹⁾	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Total	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2021	100.0	88.7	32.4	33.2	22.5	11.9	100.0	100.0	38.1	54.4	7.5	100.0	100.0
annual percentage changes													
2022	1.7	2.5	-1.4	3.6	5.8	-3.0	3.3	1.1	-2.7	3.4	4.5	9.9	-4.3
2023	-1.7	-1.2	-6.0	3.1	-1.0	-5.3	1.5	-1.9	-2.6	-1.0	-1.7	2.3	14.6
2024	-2.9	-3.2	-4.0	-4.9	0.1	-0.1	-0.9	1.0	0.2	1.6	1.0	.	-0.1
2024 Q1	-4.6	-4.8	-4.0	-5.3	-5.6	-1.7	-0.3	0.0	-0.4	0.3	-0.6	2.1	5.3
Q2	-3.8	-4.1	-5.5	-6.2	0.7	-0.2	-1.6	0.2	0.0	0.4	0.7	1.3	2.3
Q3	-1.6	-1.9	-3.7	-3.6	2.5	1.7	-1.9	2.0	0.5	2.8	2.6	0.9	-8.7
Q4	-1.6	-1.7	-2.6	-4.3	3.0	0.1	0.0	1.8	0.6	2.7	1.2	.	-1.6
2024 Aug.	-0.4	-0.7	-2.5	-0.5	1.1	2.2	-2.2	2.5	1.4	2.5	5.2	1.0	-11.5
Sep.	-2.1	-2.4	-4.0	-5.8	4.6	2.1	-1.9	3.2	0.1	5.6	2.4	1.0	-6.3
Oct.	-1.0	-1.0	-3.1	-2.0	2.7	-0.3	-0.5	2.1	0.8	3.1	1.3	1.5	-4.0
Nov.	-1.8	-2.0	-2.4	-3.0	0.0	0.0	0.3	1.6	0.8	2.0	1.1	2.0	0.3
Dec.	-2.0	-2.4	-2.4	-8.1	7.0	0.5	-0.1	1.9	0.2	3.1	1.2	.	-1.1
2025 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-3.4
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2024 Aug.	1.2	1.0	0.0	3.0	-0.2	0.3	0.3	1.0	0.9	1.3	1.4	0.3	-0.1
Sep.	-1.5	-1.4	-1.5	-3.9	1.9	-1.0	-0.4	0.6	-0.5	1.3	-0.7	-0.1	4.0
Oct.	0.2	0.1	0.3	1.7	-2.0	-1.2	0.4	-0.3	0.1	-0.6	-0.2	0.3	-0.4
Nov.	0.4	0.6	0.5	0.2	0.0	2.1	0.6	0.0	-0.1	-0.4	0.7	0.3	3.9
Dec.	-1.1	-1.8	-1.9	-2.6	4.5	0.5	0.0	-0.2	-0.7	0.3	0.2	.	-1.9
2025 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1.2

Sources: Eurostat, ECB calculations and European Automobile Manufacturers Association (col. 13).

1) Excluding trade and financial services.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-20	99.5	-4.3	80.6	-11.1	-12.7	-6.7	6.0	.	-	-	-	-
2022	102.3	5.0	82.4	-21.9	5.2	-3.6	9.3	89.9	-	-	-	-
2023	96.4	-5.8	80.9	-17.4	-1.2	-4.1	6.8	90.4	-	-	-	-
2024	95.9	-10.8	78.5	-14.1	-4.5	-6.9	6.5	90.2	45.9	46.2	51.5	50.1
2024 Q2	96.0	-10.3	79.0	-14.3	-5.2	-7.2	6.5	90.0	46.2	47.6	53.1	51.6
Q3	96.3	-10.7	78.3	-13.1	-5.0	-8.5	6.2	90.3	45.5	45.4	52.1	50.3
Q4	95.1	-12.8	77.4	-13.6	-3.8	-5.6	6.1	90.4	45.4	45.1	50.9	49.3
2025 Q1	.	.	77.2	.	.	.	.	90.3	.	.	.	.
2024 Sep.	96.4	-11.1	.	-13.0	-4.5	-8.4	7.0	.	45.0	44.9	51.4	49.6
Oct.	95.7	-12.9	77.4	-12.5	-3.8	-7.3	6.9	90.4	46.0	45.8	51.6	50.0
Nov.	95.8	-11.4	.	-13.8	-3.7	-4.7	5.4	.	45.2	45.1	49.5	48.3
Dec.	93.8	-14.0	.	-14.5	-3.9	-4.8	5.9	.	45.1	44.3	51.6	49.6
2025 Jan.	95.3	-12.7	77.2	-14.2	-3.0	-5.3	6.7	90.3	46.6	47.1	51.3	50.2
Feb.	96.3	-11.4	.	-13.6	-3.5	-5.3	6.2	.	47.6	48.9	50.6	50.2

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) (col. 1-8) and S&P Global Market Intelligence (col. 9-12).

2.7 Summary accounts for households and non-financial corporations (current prices, unless otherwise indicated; not seasonally adjusted)

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾		Annual percentage changes				Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	17.3	94.0	2.4	3.4	17.9	7.6	7.5	36.7	7.5	77.4	5.6	10.3	3.4
2022	13.6	91.1	0.5	2.2	12.8	2.0	7.8	37.6	5.3	72.8	4.8	9.8	3.3
2023	14.1	85.0	1.2	1.9	3.0	3.6	0.9	35.6	5.2	68.6	1.7	1.9	0.8
2023 Q4	14.1	85.0	1.5	1.9	2.1	3.6	0.9	35.6	5.2	68.6	1.7	-0.6	0.8
2024 Q1	14.6	83.8	2.8	2.0	-3.4	3.4	1.0	34.7	4.5	68.0	1.8	-5.9	0.8
Q2	14.9	83.2	2.0	2.3	-1.7	3.5	1.7	34.0	3.8	67.9	2.0	-8.0	1.0
Q3	15.2	82.5	2.4	2.4	-0.3	5.3	2.0	33.4	3.4	67.4	2.0	4.1	1.0

Sources: ECB and Eurostat.

1) Based on four-quarter cumulated sums of saving, debt and gross disposable income (adjusted for the change in pension entitlements).

2) Financial assets (net of financial liabilities) and non-financial assets. Non-financial assets consist mainly of housing wealth (residential structures and land). They also include non-financial assets of unincorporated enterprises classified within the household sector.

3) The profit rate is gross entrepreneurial income (broadly equivalent to cash flow) divided by gross value added.

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

(EUR billions; seasonally adjusted unless otherwise indicated; transactions)

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2024 Q1	1,439.0	1,331.2	107.8	706.5	599.5	365.2	331.8	321.3	320.6	46.0	79.3	18.9	31.6
Q2	1,492.5	1,358.0	134.4	715.1	615.9	387.7	336.6	343.1	316.4	46.5	89.2	25.2	22.1
Q3	1,466.1	1,382.0	84.1	704.9	621.0	373.2	339.0	338.1	329.7	49.9	92.3	20.5	15.8
Q4	1,455.1	1,362.3	92.7	722.8	623.1	366.8	323.1	320.6	324.5	44.8	91.7	31.5	20.9
2024 July	491.3	460.2	31.2	235.5	204.2	125.0	112.9	113.9	112.0	16.9	31.2	6.8	5.8
Aug.	490.5	467.0	23.5	235.2	210.1	126.6	114.5	112.0	111.7	16.6	30.8	8.5	4.5
Sep.	484.3	454.8	29.4	234.1	206.7	121.5	111.7	112.2	106.1	16.4	30.3	5.2	5.5
Oct.	480.2	450.9	29.3	235.7	204.2	120.0	105.5	108.8	110.8	15.6	30.4	6.6	4.1
Nov.	486.3	461.2	25.1	244.0	209.1	120.8	109.6	106.2	112.4	15.3	30.1	5.8	4.6
Dec.	488.7	450.3	38.4	243.1	209.7	126.1	108.0	105.6	101.3	13.9	31.3	19.1	12.2
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2024 Dec.	5,852.6	5,433.6	419.1	2,849.4	2,459.5	1,492.8	1,330.5	1,323.1	1,291.2	187.3	352.4	96.2	90.4
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2024 Dec.	39.0	36.2	2.8	19.0	16.4	9.9	8.9	8.8	8.6	1.2	2.3	0.6	0.6

1) The capital account is not seasonally adjusted.

2.9 Euro area external trade in goods ¹⁾, values and volumes by product group ²⁾

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total				Memo item:	Total				Memo items:	
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2024 Q1	-2.8	-12.0	713.0	336.9	143.3	219.1	589.1	655.1	372.0	105.9	158.9	467.6	75.7
Q2	1.7	-4.4	716.9	338.5	137.2	224.2	592.4	672.6	384.6	109.5	162.7	481.1	78.9
Q3	2.2	0.4	710.8	338.3	136.6	218.7	589.8	675.1	380.4	111.9	164.8	490.3	75.0
Q4	1.3	2.0	715.7	.	.	.	592.5	680.8	.	.	.	488.2	.
2024 July	9.1	3.7	236.9	112.8	45.2	73.4	195.4	224.0	127.4	37.5	54.3	161.8	26.7
Aug.	-2.7	-1.7	237.3	113.2	45.2	73.7	197.1	227.9	128.0	37.4	55.7	164.8	26.0
Sep.	0.2	-1.0	236.6	112.3	46.1	71.5	197.3	223.2	125.1	37.0	54.8	163.8	22.3
Oct.	2.4	3.1	233.5	110.4	44.1	73.2	195.1	226.5	126.9	35.9	56.8	164.3	24.1
Nov.	-1.4	-0.7	241.4	112.1	47.6	75.3	199.7	228.1	127.4	37.3	56.7	164.0	23.5
Dec.	3.1	3.8	240.8	.	.	.	197.7	226.2	.	.	.	160.0	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2023 Q4	-3.6	-8.3	94.5	92.0	93.8	101.2	93.4	102.9	100.7	101.9	108.0	104.0	164.9
2024 Q1	-3.6	-6.8	95.1	92.9	91.6	103.1	93.7	101.4	99.6	98.7	106.6	101.2	164.4
Q2	-1.0	-4.2	93.9	92.0	87.0	103.6	92.4	102.6	100.7	102.1	107.6	102.9	169.0
Q3	-0.5	-0.9	92.7	91.2	85.5	101.6	91.5	102.9	100.5	104.1	108.3	104.5	164.8
2024 June	-8.9	-9.3	93.0	90.8	86.0	102.8	91.6	101.9	99.2	102.4	106.9	102.4	162.1
July	5.4	1.0	92.0	91.4	84.4	100.7	90.5	101.9	99.8	103.4	106.3	103.1	161.8
Aug.	-5.0	-3.4	93.8	91.5	85.4	104.6	93.0	103.9	101.4	105.2	110.2	105.6	168.6
Sep.	-2.1	-0.2	92.2	90.6	86.7	99.4	91.2	102.9	100.5	103.8	108.4	104.9	164.0
Oct.	-0.5	4.0	90.8	88.9	83.1	100.0	90.2	104.0	101.6	98.7	111.7	105.2	169.3
Nov.	-4.2	-0.9	93.8	89.7	87.6	105.0	92.7	104.3	101.5	101.3	111.2	104.2	171.9

Sources: ECB and Eurostat.

1) Differences between ECB's b.o.p. goods (Table 2.8) and Eurostat's trade in goods (Table 2.9) are mainly due to different definitions.

2) Product groups as classified in the Broad Economic Categories.

3 Prices and costs

3.1 Harmonised Index of Consumer Prices ¹⁾ (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Non- energy indus- trial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding adminis- tered prices	Adminis- tered prices
		Total	Total excluding food and energy											6	7	8	9	10	11	12	13
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2024	100.0	100.0	70.6	55.1	44.9	100.0	15.1	4.3	25.7	9.9	44.9	88.5	11.5
2022	116.8	8.4	3.9	11.9	3.5	-	-	-	-	-	-	8.5	7.8
2023	123.2	5.4	4.9	5.7	4.9	-	-	-	-	-	-	5.5	4.9
2024	126.1	2.4	2.8	1.1	4.0	-	-	-	-	-	-	2.3	3.3
2024 Q1	124.4	2.6	3.1	1.5	4.0	0.7	0.8	0.0	0.2	0.2	1.1	2.7	2.3
Q2	126.3	2.5	2.8	1.3	4.0	0.5	0.4	-0.4	0.0	-0.5	1.1	2.5	2.8
Q3	126.6	2.2	2.8	0.6	4.0	0.5	0.8	0.9	0.3	-1.4	1.0	1.9	4.0
Q4	126.9	2.2	2.7	0.8	3.9	0.5	0.8	1.7	0.1	-0.6	0.7	2.0	4.3
2024 Sep.	126.6	1.7	2.7	0.0	3.9	0.0	0.3	0.6	0.0	-1.7	0.1	1.5	3.9
Oct.	127.0	2.0	2.7	0.4	4.0	0.3	0.4	1.3	0.0	0.4	0.3	1.7	4.1
Nov.	126.6	2.2	2.7	0.9	3.9	0.1	0.2	0.1	0.1	0.5	0.1	2.0	4.3
Dec.	127.1	2.4	2.7	1.2	4.0	0.2	0.1	-0.3	0.0	0.6	0.3	2.2	4.4
2025 Jan.	126.7	2.5	2.7	1.4	3.9	0.5	0.2	0.1	0.1	3.0	0.3	2.3	4.3
Feb. ³⁾	127.3	2.4	2.6	.	3.7	0.2	0.2	0.6	0.1	-0.3	0.3	.	.

	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communi- cation	Recreation and personal care	Miscel- laneous	
	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Total	Non- energy industrial goods	Energy	Total	Rents					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% of total in 2024	19.5	15.1	4.3	35.6	25.7	9.9	9.6	5.6	7.4	2.2	16.4	9.3	
2022	9.0	8.6	10.4	13.6	4.6	37.0	2.4	1.7	4.4	-0.2	6.1	2.1	
2023	10.9	11.4	9.1	2.9	5.0	-2.0	3.6	2.7	5.2	0.2	6.9	4.0	
2024	2.9	3.2	1.9	0.0	0.8	-2.2	3.3	2.9	4.2	-0.9	4.9	4.0	
2024 Q1	4.0	4.4	2.8	0.1	1.6	-3.9	3.4	2.8	3.6	-0.2	5.3	3.8	
Q2	2.6	2.9	1.4	0.6	0.7	0.0	3.3	2.8	3.7	-0.5	5.1	4.0	
Q3	2.3	2.7	1.2	-0.3	0.5	-2.7	3.3	3.0	4.5	-0.9	4.8	4.0	
Q4	2.7	2.8	2.3	-0.2	0.6	-2.2	3.3	3.0	5.0	-2.2	4.6	4.0	
2024 Sep.	2.4	2.6	1.6	-1.4	0.4	-6.1	3.3	3.0	4.3	-1.7	4.7	4.0	
Oct.	2.9	2.8	3.0	-0.9	0.5	-4.6	3.3	3.0	4.8	-2.2	4.7	4.0	
Nov.	2.7	2.8	2.3	-0.1	0.6	-2.0	3.4	3.1	5.0	-1.9	4.5	4.0	
Dec.	2.6	2.9	1.6	0.4	0.5	0.1	3.3	3.0	5.1	-2.4	4.7	4.0	
2025 Jan.	2.3	2.6	1.4	0.9	0.5	1.9	3.3	2.9	4.4	-1.9	4.6	4.1	
Feb. ³⁾	2.7	2.6	3.1	.	0.6	0.2	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) In May 2016 the ECB started publishing enhanced seasonally adjusted HICP series for the euro area, following a review of the seasonal adjustment approach as described in Box 1, Economic Bulletin, Issue 3, ECB, 2016 (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201603.en.pdf>).

3) Flash estimate.

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾									Energy	Construction ²⁾	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾		
	Total (index: 2021 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy					Consumer goods						
		Total	Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods								
							Total	Food, beverages and tobacco	Non-food						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
% of total in 2021	100.0	100.0	77.8	72.3	30.9	19.3	22.2	15.7	6.5	27.7					
2022	132.7	32.7	17.0	13.8	19.8	7.1	12.2	16.6	6.8	81.1	11.9	7.1	0.6		
2023	130.0	-2.1	1.9	3.7	-0.2	4.8	8.3	8.4	5.6	-13.3	6.9	-1.2	-8.1		
2024	124.6	-4.2	-0.6	-0.1	-2.4	1.6	1.6	0.3	1.2	-12.2	2.3	.	.		
2024 Q1	124.9	-7.9	-1.6	-1.3	-5.3	2.1	1.6	-0.2	1.5	-20.5	3.6	-0.3	-8.0		
Q2	122.8	-4.4	-0.2	-0.4	-3.1	1.6	1.1	-0.4	1.1	-12.2	2.5	1.4	-6.4		
Q3	124.4	-2.7	-0.6	0.4	-0.9	1.3	1.5	0.5	1.1	-8.9	1.8	2.6	.		
Q4	126.2	-1.5	-0.2	0.9	-0.3	1.4	2.0	1.5	1.2	-6.0	1.2	.	.		
2024 Aug.	124.8	-2.3	-0.7	0.3	-0.9	1.3	1.5	0.4	1.0	-7.8	-	-	-		
Sep.	124.1	-3.5	-1.5	0.6	-0.8	1.3	1.7	0.9	1.1	-11.6	-	-	-		
Oct.	124.6	-3.3	-0.9	0.8	-0.5	1.3	2.1	1.3	1.3	-11.2	-	-	-		
Nov.	126.7	-1.2	-0.1	0.9	-0.3	1.4	2.0	1.6	1.1	-5.0	-	-	-		
Dec.	127.3	0.1	0.4	1.0	0.0	1.4	2.1	1.5	1.2	-1.6	-	-	-		
2025 Jan.	128.3	1.8	1.0	1.3	0.5	1.6	2.2	1.4	1.6	3.5	-	-	-		

Sources: Eurostat, ECB calculations, and ECB calculations based on MSCI data and national sources (col. 13).

1) Domestic sales only.

2) Output prices for residential buildings.

3) Experimental data based on non-harmonised sources (see https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html for further details).

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2020 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100.0	45.5	54.6	100.0	50.4	49.6	
2022	107.3	5.1	7.0	6.7	4.5	8.2	12.8	17.4	95.0	18.3	28.8	9.6	19.3	27.7	10.9
2023	113.7	5.9	4.6	6.4	3.5	4.2	0.5	-2.3	76.4	-12.8	-11.6	-14.0	-13.7	-12.5	-15.0
2024	.	.	.	.	.	.	.	.	77.8	9.3	13.5	5.1	9.1	12.1	5.5
2024 Q1	116.0	3.6	2.6	3.3	3.3	2.1	-0.8	-2.9	76.5	-2.3	3.1	-7.5	-2.7	1.8	-7.8
Q2	116.6	2.9	2.7	2.6	2.9	1.7	0.7	-0.1	85.0	13.0	16.5	9.4	11.4	13.1	9.4
Q3	117.2	2.7	2.3	2.1	2.6	1.8	1.2	0.1	.	10.0	11.6	8.2	10.9	12.4	9.1
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	17.4	22.9	11.8	17.7	21.7	12.8
2024 Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	10.3	11.5	9.2	11.5	12.7	10.1
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	7.6	9.6	5.6	9.0	11.1	6.4
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13.5	14.7	12.2	13.0	13.1	12.9
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	17.6	23.0	12.0	17.9	21.7	13.2
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	21.2	31.1	11.2	22.2	30.4	12.3
2025 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	22.8	34.7	10.7	23.6	33.7	11.6

Sources: Eurostat, ECB calculations and Bloomberg (col. 9).

1) Deflators for exports and imports refer to goods and services and include cross-border trade within the euro area.

2) Import-weighted: weighted according to 2009-11 average import structure; use-weighted: weighted according to 2009-11 average domestic demand structure.

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balance)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months ⁵	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing 1	Retail trade 2	Services 3	Construction 4		Manu- facturing 6	Services 7	Manu- facturing 8	Services 9
1999-20	4.7	5.8	4.0	-3.3	29.0	-	-	-	-
2022	48.5	53.1	27.4	42.1	71.6	-	-	-	-
2023	9.5	28.6	19.3	14.7	74.5	-	-	-	-
2024	6.0	14.2	14.5	4.3	54.9	49.0	59.7	48.8	54.2
2024 Q1	4.5	16.5	16.7	5.9	64.4	44.9	62.3	48.2	56.0
Q2	5.9	13.9	14.5	4.1	56.6	49.9	60.5	48.6	54.6
Q3	6.4	13.1	13.2	2.5	50.1	52.0	57.9	50.1	53.0
Q4	7.2	13.4	13.6	4.7	48.5	49.1	58.0	48.2	53.3
2024 Sep.	6.3	11.6	13.0	2.9	46.8	49.1	56.0	49.2	52.4
Oct.	6.7	12.2	14.0	2.8	46.4	48.2	56.5	48.2	52.8
Nov.	7.2	13.9	12.4	5.0	49.1	49.3	57.9	47.9	53.3
Dec.	7.6	14.2	14.5	6.3	50.1	50.0	59.6	48.6	53.9
2025 Jan.	8.8	16.8	15.7	6.4	51.3	52.0	60.8	50.0	53.9
Feb.	9.8	15.9	12.7	3.9	49.6	52.2	60.8	49.8	54.7

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) and S&P Global Market Intelligence.

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020=100) 1	Total 2	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾ 7
			Wages and salaries 3	Employers' social contributions 4	Business economy 5	Mainly non-business economy 6	
% of total in 2020	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2022	105.7	4.5	3.7	7.0	5.1	3.4	2.9
2023	110.7	4.7	4.6	4.9	5.0	4.0	4.4
2024	115.8	4.7	4.7	4.6	4.7	5.0	4.5
2024 Q1	108.5	5.4	5.5	5.1	5.1	6.0	4.8
Q2	120.0	5.2	5.0	5.8	5.0	5.7	3.6
Q3	112.1	4.6	4.4	5.2	4.6	4.6	5.4
Q4	122.8	3.7	4.1	2.6	4.1	4.0	4.1

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Experimental data based on non-harmonised sources (see https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html for further details).

3 Prices and costs

3.6 Unit labour costs, compensation per labour input and labour productivity

(annual percentage changes, unless otherwise indicated; quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total (index: 2020 =100)	By economic activity										
		Total	Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labor costs												
2021	99.6	-0.4	1.4	-2.9	4.7	-1.9	-0.2	-1.7	5.2	-1.0	1.1	-0.8
2022	103.0	3.4	4.4	4.4	8.0	1.4	3.0	5.1	5.8	3.3	2.1	-5.8
2023	109.7	6.4	3.1	7.9	5.0	7.9	4.3	7.9	3.4	6.6	5.0	2.4
2023 Q4	111.9	6.4	3.9	8.5	4.4	7.2	3.0	8.4	3.0	4.7	5.5	4.1
2024 Q1	113.2	5.5	3.5	7.0	7.0	4.9	2.7	6.0	2.1	4.2	5.6	5.0
Q2	114.2	5.2	5.8	7.1	7.1	4.8	2.8	6.5	0.1	3.5	5.2	4.7
Q3	114.9	4.4	5.6	4.7	7.3	4.5	2.0	5.6	-0.1	3.6	4.5	4.0
Compensation per employee												
2021	104.3	4.3	3.6	4.8	5.3	5.5	5.8	3.9	6.3	4.8	2.5	3.3
2022	109.0	4.5	4.1	3.9	4.2	6.1	2.5	3.1	5.2	5.7	3.5	8.1
2023	114.9	5.4	5.9	5.4	4.9	5.8	5.0	5.3	4.0	6.4	4.7	5.3
2023 Q4	117.1	5.2	5.2	5.4	4.5	5.3	4.8	5.7	4.2	5.4	5.0	5.1
2024 Q1	118.5	4.8	4.1	4.8	4.0	4.1	4.0	5.1	4.0	5.1	5.3	6.4
Q2	119.5	4.8	4.1	4.7	3.8	4.8	4.0	6.0	3.7	4.7	4.9	5.1
Q3	120.6	4.4	4.5	4.2	4.6	4.5	4.2	5.3	3.6	4.4	4.6	4.1
Labour productivity per person employed												
2021	104.7	4.7	2.1	8.0	0.5	7.6	6.0	5.6	1.0	5.8	1.4	4.2
2022	105.8	1.1	-0.3	-0.5	-3.5	4.7	-0.5	-1.9	-0.6	2.3	1.3	14.8
2023	104.7	-1.0	2.7	-2.3	-0.1	-1.9	0.7	-2.4	0.6	-0.2	-0.4	2.8
2024 Q1	104.6	-0.6	0.6	-2.0	-2.8	-0.8	1.2	-0.9	1.8	0.9	-0.3	1.3
Q2	104.6	-0.4	-1.6	-2.2	-3.1	0.0	1.2	-0.5	3.5	1.2	-0.2	0.3
Q3	104.8	0.0	-1.0	-0.5	-2.5	0.0	2.2	-0.3	3.7	0.8	0.0	0.1
Q4	104.8	0.2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Compensation per hour worked												
2021	100.2	0.2	1.6	0.1	0.5	-0.8	3.0	1.9	2.3	0.1	0.7	-1.4
2022	103.6	3.4	5.5	4.0	4.0	2.0	2.5	3.8	3.8	4.6	4.2	5.0
2023	109.1	5.3	5.4	5.7	5.0	5.8	5.0	5.8	4.7	6.2	4.5	4.5
2023 Q4	110.8	4.9	5.2	5.4	4.0	5.3	4.2	5.6	4.1	4.9	4.7	4.6
2024 Q1	112.2	5.2	5.6	5.3	4.1	4.6	4.2	5.8	4.4	5.0	5.8	6.5
Q2	113.1	4.9	3.6	4.9	4.1	5.1	3.7	6.2	4.2	4.4	5.2	4.2
Q3	114.2	4.8	4.0	4.8	4.4	4.8	4.1	5.5	2.8	4.6	5.3	3.7
Hourly labour productivity												
2021	100.2	0.2	0.9	2.9	-5.0	0.9	2.9	3.4	-3.8	0.3	-0.6	-1.2
2022	100.1	0.0	0.4	-0.5	-4.0	0.7	-0.7	-1.1	-2.4	1.7	2.1	11.0
2023	99.2	-0.9	2.8	-2.1	0.3	-1.7	0.9	-1.9	0.9	-0.2	-0.4	2.3
2023 Q4	98.7	-1.2	1.5	-2.9	0.2	-1.7	1.3	-2.4	1.8	0.4	-0.8	0.9
2024 Q1	98.8	-0.2	2.4	-1.5	-2.5	-0.3	1.6	-0.1	3.0	0.7	0.1	1.3
Q2	98.9	-0.3	-1.1	-2.1	-2.7	0.3	1.1	-0.2	4.5	1.0	0.0	-0.3
Q3	99.2	0.5	0.1	0.0	-2.2	0.4	2.2	-0.1	4.5	0.8	0.8	-0.1

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2022	-0.01	0.09	0.35	0.68	1.10	1.63	-0.03
2023	3.21	3.25	3.43	3.69	3.86	5.00	-0.04
2024	3.64	3.56	3.57	3.48	3.27	5.15	0.12
2024 Sep.	3.56	3.44	3.43	3.26	2.94	5.15	0.23
Oct.	3.34	3.21	3.17	3.00	2.69	4.85	0.23
Nov.	3.16	3.07	3.01	2.79	2.51	4.66	0.23
Dec.	3.06	2.89	2.82	2.63	2.44	4.53	0.23
2025 Jan.	2.92	2.80	2.70	2.61	2.52	4.32	0.29
Feb.	2.69	2.61	2.52	2.46	2.41	4.34	0.48

Source: LSEG and ECB calculations.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

4.2 Yield curves

(End of period; rates in percentages per annum; spreads in percentage points)

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ¹⁾²⁾					Euro area ¹⁾²⁾	United States	United Kingdom	Euro area ¹⁾²⁾			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	1.71	2.46	2.57	2.45	2.56	0.09	-0.84	-0.24	2.85	2.48	2.47	2.76
2023	3.78	3.05	2.44	1.88	2.08	-0.96	-0.92	-1.20	2.25	1.54	1.76	2.64
2024	2.58	2.18	2.01	2.13	2.45	0.27	0.41	-0.06	1.86	1.89	2.50	2.91
2024 Sep.	3.12	2.43	2.03	1.93	2.24	-0.20	-0.23	-0.39	1.81	1.58	2.19	2.78
Oct.	2.88	2.47	2.24	2.25	2.52	0.05	0.00	-0.19	2.10	2.00	2.52	2.96
Nov.	2.73	2.18	1.91	1.92	2.19	0.00	-0.12	-0.26	1.72	1.65	2.20	2.59
Dec.	2.58	2.18	2.01	2.13	2.45	0.27	0.41	-0.06	1.86	1.89	2.50	2.91
2025 Jan.	2.45	2.17	2.06	2.21	2.53	0.37	0.38	0.11	1.94	2.00	2.59	3.01
Feb.	2.24	2.06	1.97	2.11	2.47	0.41	0.11	0.53	1.90	1.91	2.50	3.03

Source: ECB calculations.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) ECB calculations based on underlying data provided by Euro MTS Ltd and ratings provided by Fitch Ratings.

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX Indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022	414.6	3,757.0	937.3	253.4	171.3	110.0	160.6	731.7	748.4	353.4	283.2	825.8	4,098.5	27,257.8
2023	452.0	4,272.0	968.5	292.7	169.2	119.2	186.7	809.8	861.5	367.8	283.1	803.6	4,285.6	30,716.6
2024	502.8	4,870.4	992.6	299.1	161.1	123.9	231.6	951.6	1,069.3	378.7	301.6	792.1	5,430.7	38,395.3
2024 Sep.	505.0	4,877.0	987.6	281.9	165.0	121.6	241.8	950.5	1,029.0	402.8	320.1	843.4	5,621.3	37,307.4
Oct.	511.2	4,948.4	1,000.1	285.2	164.7	123.6	244.9	977.8	1,036.0	402.4	327.0	840.7	5,792.3	38,843.8
Nov.	497.5	4,795.1	939.9	271.5	155.5	121.6	241.8	975.3	997.8	386.1	328.9	816.8	5,929.9	38,617.4
Dec.	507.4	4,918.3	932.6	283.1	151.7	118.8	245.5	996.6	1,065.8	381.4	331.4	816.9	6,012.2	39,297.0
2025 Jan.	523.1	5,098.1	939.9	292.0	149.6	123.8	258.2	1,024.4	1,103.1	380.9	334.7	859.5	5,979.5	39,298.0
Feb.	553.7	5,420.0	1,008.0	305.6	155.4	128.1	282.1	1,084.2	1,154.8	387.0	364.1	901.7	6,038.7	38,735.3

Source: LSEG.

4 Financial market developments

4.4 MFI interest rates on loans to and deposits from households (new business) ^{1), 2)}

(percentages per annum, period average, unless otherwise indicated)

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation					
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
																3	4	7	8	11	12	13	14
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2024 Feb.	0.38	1.71	3.18	3.07	8.19	16.85	7.61	7.93	8.62	5.30	4.81	4.01	3.64	3.49	4.12	3.84
Mar.	0.39	1.72	3.18	2.91	8.19	16.95	8.03	7.79	8.53	5.15	4.80	3.99	3.57	3.44	4.05	3.80
Apr.	0.39	1.73	3.13	2.89	8.14	16.98	8.03	7.85	8.57	5.20	4.84	3.98	3.59	3.42	4.05	3.81
May	0.39	1.73	3.10	2.81	8.21	17.04	7.65	7.94	8.68	5.26	4.81	3.96	3.62	3.42	4.04	3.81
June	0.38	1.74	3.03	2.84	8.18	17.01	7.41	7.71	8.45	5.15	4.80	3.95	3.63	3.39	4.03	3.78
July	0.38	1.74	3.01	2.77	8.15	17.00	7.55	7.79	8.49	5.03	4.75	3.93	3.64	3.38	4.00	3.75
Aug.	0.38	1.75	2.97	2.69	8.16	16.99	7.85	7.82	8.60	5.03	4.69	3.87	3.62	3.37	3.99	3.73
Sep.	0.37	1.75	3.00	2.73	8.23	17.04	7.55	7.76	8.53	4.89	4.58	3.79	3.55	3.28	3.89	3.64
Oct.	0.36	1.74	2.73	2.63	8.06	16.89	7.24	7.71	8.46	4.65	4.37	3.69	3.47	3.22	3.79	3.55
Nov.	0.35	1.74	2.61	2.52	7.96	16.84	6.52	7.69	8.41	4.58	4.27	3.62	3.43	3.16	3.72	3.47
Dec.	0.35	1.74	2.45	2.51	7.91	16.84	6.77	7.48	8.26	4.36	4.16	3.57	3.36	3.09	3.65	3.39
2025 Jan.	0.34	1.72	2.33	2.42	7.80	16.76	7.16	7.69	8.50	4.40	4.06	3.49	2.88	2.97	3.41	3.25

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

4.5 MFI interest rates on loans to and deposits from non-financial corporations (new business) ^{1), 2)}

(Percentages per annum; period average, unless otherwise indicated)

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2024 Feb.	0.90	3.65	3.50	5.37	5.52	5.76	5.60	5.49	5.15	4.38	5.11	4.84	3.97	5.16
Mar.	0.91	3.68	3.60	5.37	5.47	5.73	5.52	5.44	5.18	4.33	5.18	5.17	4.15	5.20
Apr.	0.91	3.67	3.34	5.37	5.31	5.64	5.62	5.38	5.11	4.30	5.20	5.01	4.14	5.20
May	0.91	3.65	3.61	5.33	5.37	5.77	5.68	5.40	5.09	4.29	4.99	4.96	4.19	5.12
June	0.87	3.54	3.54	5.25	5.33	5.69	5.67	5.24	4.99	4.22	5.02	5.05	4.14	5.08
July	0.87	3.48	3.28	5.21	5.13	5.44	5.50	5.27	4.93	4.17	5.08	4.99	4.12	5.07
Aug.	0.89	3.42	3.12	5.18	5.14	5.40	5.47	5.17	4.85	4.11	5.03	4.78	4.06	5.01
Sep.	0.88	3.28	2.97	5.12	5.03	5.29	5.49	5.02	4.64	4.04	4.73	4.47	3.85	4.79
Oct.	0.82	3.06	2.96	4.89	4.82	5.10	5.29	4.80	4.39	3.92	4.64	4.29	3.85	4.67
Nov.	0.81	2.92	2.65	4.80	4.80	4.99	5.29	4.62	4.26	3.85	4.42	4.20	3.70	4.52
Dec.	0.77	2.80	2.80	4.64	4.63	4.79	5.08	4.48	4.14	3.76	4.31	4.06	3.62	4.36
2025 Jan.	0.76	2.66	2.61	4.48	4.33	4.60	4.82	4.34	4.02	3.73	4.18	3.88	3.62	4.24

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector.

4 Financial market developments

4.6 Debt securities issued by euro area residents, by sector of the issuer and original maturity

(EUR billions; transactions during the month and end-of-period outstanding amounts; market values)

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government			
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total			of which central government	Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government
			Total	FVCs						Total	FVCs			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Short-term														
2022	1,385.9	482.3	141.5	51.2	95.1	667.0	621.7	480.2	179.9	115.8	48.3	50.6	133.9	97.1
2023	1,570.5	619.5	162.6	69.3	86.6	701.8	659.1	501.4	210.8	114.1	39.8	49.1	127.5	103.8
2024	1,565.3	565.7	187.7	69.1	70.8	741.1	674.6	468.9	179.6	115.3	44.8	39.2	134.7	108.2
2024 Aug.	1,587.7	575.0	194.5	68.8	94.1	724.1	659.5	448.3	189.7	104.4	42.9	30.4	123.8	101.3
Sep.	1,589.0	603.9	196.0	71.8	83.4	705.7	642.4	486.3	201.7	102.5	46.8	37.8	144.3	113.4
Oct.	1,564.4	577.0	184.8	66.4	84.7	717.9	656.0	472.5	157.1	128.9	44.7	39.6	146.9	126.5
Nov.	1,568.5	575.3	189.0	68.6	79.9	724.4	665.7	478.8	187.3	119.9	48.5	31.9	139.7	125.8
Dec.	1,565.3	565.7	187.7	69.1	70.8	741.1	674.6	432.9	161.8	122.5	51.4	28.9	119.6	91.5
2025 Jan.	1,539.8	580.4	178.5	64.7	78.4	702.5	637.1	585.3	262.4	141.4	52.3	40.8	140.8	118.1
Long-term														
2022	17,698.1	3,896.7	3,098.9	1,323.2	1,429.7	9,272.9	8,560.9	291.8	76.5	67.7	28.2	17.1	130.4	121.0
2023	19,326.3	4,437.6	3,238.7	1,318.6	1,543.8	10,106.1	9,366.3	319.9	93.1	67.1	25.6	21.4	138.4	129.9
2024	20,477.7	4,769.9	3,554.9	1,354.7	1,643.0	10,509.9	9,738.2	349.8	89.6	87.3	25.0	27.0	145.8	135.2
2024 Aug.	20,122.7	4,675.0	3,419.5	1,315.6	1,597.8	10,430.4	9,662.6	210.3	42.4	55.7	17.3	10.5	101.7	97.1
Sep.	20,415.1	4,731.0	3,454.7	1,318.7	1,626.4	10,603.0	9,824.2	378.6	86.4	99.3	33.3	39.8	153.1	143.2
Oct.	20,343.7	4,746.6	3,471.3	1,326.1	1,626.2	10,499.7	9,722.4	364.6	88.5	95.4	27.4	25.0	155.8	145.6
Nov.	20,679.1	4,792.8	3,534.3	1,340.7	1,656.1	10,695.9	9,915.1	317.3	68.3	94.9	32.6	27.9	126.3	119.6
Dec.	20,477.7	4,769.9	3,554.9	1,354.7	1,643.0	10,509.9	9,738.2	255.0	69.7	96.0	35.7	18.6	70.8	64.7
2025 Jan.	20,695.9	4,840.2	3,565.2	1,340.0	1,659.2	10,631.3	9,848.9	483.9	164.5	77.7	16.6	29.7	212.0	188.4

Source: ECB.

1) In order to facilitate comparison, annual data are averages of the relevant monthly data.

4.7 Annual growth rates and outstanding amounts of debt securities and listed shares

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total					of which central government
			Total	FVCs							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Outstanding amount											
2022	19,084.0	4,379.0	3,240.4	1,374.4	1,524.7	9,939.9	9,182.6	8,704.0	525.2	1,289.8	6,888.4
2023	20,896.8	5,057.1	3,401.4	1,387.9	1,630.4	10,807.9	10,025.4	9,675.7	619.8	1,418.8	7,636.6
2024	22,043.0	5,335.5	3,742.6	1,423.7	1,713.8	11,251.0	10,412.8	10,169.2	751.2	1,591.3	7,826.3
2024 Aug.	21,710.4	5,249.9	3,614.1	1,384.4	1,691.9	11,154.5	10,322.1	10,246.1	724.0	1,563.9	7,957.8
Sep.	22,004.1	5,334.9	3,650.7	1,390.5	1,709.7	11,308.8	10,466.6	10,410.0	746.7	1,570.1	8,092.7
Oct.	21,908.2	5,323.6	3,656.1	1,392.5	1,710.8	11,217.6	10,378.4	10,096.3	751.1	1,556.1	7,788.7
Nov.	22,247.6	5,368.1	3,723.3	1,409.3	1,735.9	11,420.3	10,580.8	10,176.1	723.0	1,589.3	7,863.5
Dec.	22,043.0	5,335.5	3,742.6	1,423.7	1,713.8	11,251.0	10,412.8	10,169.2	751.2	1,591.3	7,826.3
2025 Jan.	22,235.7	5,420.6	3,743.6	1,404.8	1,737.6	11,333.8	10,486.1	10,855.5	829.9	1,685.0	8,340.2
Growth rate¹⁾											
2024 June	4.9	7.6	3.7	-2.1	3.9	4.3	4.2	-0.6	-3.3	-1.1	-0.3
July	4.5	5.7	4.0	-2.3	3.1	4.2	4.2	-0.4	-3.5	-0.7	0.0
Aug.	4.6	5.3	4.5	-1.6	3.6	4.5	4.4	-0.3	-3.4	-0.7	0.0
Sep.	4.7	6.2	4.6	-1.3	3.7	4.2	4.0	-0.2	-2.1	-0.6	0.1
Oct.	4.7	5.7	4.1	-1.7	3.8	4.7	4.5	0.2	-2.2	-0.6	0.6
Nov.	4.5	4.5	5.4	0.0	3.6	4.5	4.4	0.2	-1.9	-0.7	0.6
Dec.	4.4	3.9	6.1	0.7	3.0	4.2	4.1	0.1	-2.5	-0.7	0.5
2025 Jan.	4.3	3.4	4.5	-1.3	3.5	4.7	4.6	0.1	-2.3	-0.7	0.5

Source: ECB.

1) For details on the calculation of growth rates, see the Technical Notes.

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2022	95.3	90.8	93.6	84.4	64.4	82.8	116.1	90.9
2023	98.1	94.0	98.1	88.9	66.7	86.6	121.8	94.7
2024	98.4	94.4	98.2	.	.	.	124.1	95.1
2024 Q1	98.4	94.4	98.4	89.6	68.1	87.7	123.7	95.2
Q2	98.7	94.6	98.5	89.6	67.7	87.9	124.1	95.2
Q3	99.0	95.0	98.8	90.0	67.1	88.1	125.1	95.6
Q4	97.6	93.7	97.3	.	.	.	123.6	94.2
2024 Sep.	98.8	94.8	98.7	-	-	-	125.2	95.6
Oct.	98.2	94.3	98.0	-	-	-	124.4	95.0
Nov.	97.5	93.6	97.2	-	-	-	123.5	94.2
Dec.	96.9	93.0	96.7	-	-	-	122.7	93.5
2025 Jan.	96.7	93.0	96.4	-	-	-	122.3	93.4
Feb.	96.3	92.8	96.1	-	-	-	121.8	93.0
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2025 Feb.	-0.4	-0.3	-0.3	-	-	-	-0.4	-0.4
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2025 Feb.	-1.9	-1.5	-2.0	-	-	-	-1.2	-2.0

Source: ECB.

1) For a definition of the trading partner groups and other information see the General Notes to the Statistics Bulletin.

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Croatian kuna	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	7.079	7.535	24.566	7.440	391.286	138.027	4.686	0.853	4.9313	10.630	1.005	1.053
2023	7.660	.	24.004	7.451	381.853	151.990	4.542	0.870	4.9467	11.479	0.972	1.081
2024	7.787	.	25.120	7.459	395.304	163.852	4.306	0.847	4.9746	11.433	0.953	1.082
2024 Q1	7.805	.	25.071	7.456	388.182	161.150	4.333	0.856	4.9735	11.279	0.949	1.086
Q2	7.797	.	24.959	7.460	391.332	167.773	4.300	0.853	4.9750	11.504	0.974	1.077
Q3	7.870	.	25.195	7.461	394.101	163.952	4.283	0.845	4.9746	11.451	0.952	1.098
Q4	7.675	.	25.248	7.459	407.465	162.549	4.307	0.832	4.9754	11.494	0.936	1.068
2024 Sep.	7.861	.	25.099	7.460	394.863	159.081	4.276	0.840	4.9744	11.358	0.941	1.111
Oct.	7.728	.	25.298	7.459	401.901	163.197	4.317	0.835	4.9750	11.405	0.939	1.090
Nov.	7.662	.	25.301	7.458	409.251	163.234	4.332	0.834	4.9762	11.583	0.936	1.063
Dec.	7.630	.	25.136	7.459	411.986	161.083	4.270	0.828	4.9749	11.504	0.934	1.048
2025 Jan.	7.556	.	25.163	7.461	411.725	161.921	4.247	0.839	4.9752	11.480	0.941	1.035
Feb.	7.575	.	25.077	7.459	403.128	158.087	4.172	0.831	4.9770	11.247	0.941	1.041
<i>Percentage change versus previous month</i>												
2025 Feb.	0.3	.	-0.3	0.0	-2.1	-2.4	-1.8	-1.0	0.0	-2.0	0.0	0.6
<i>Percentage change versus previous year</i>												
2025 Feb.	-2.4	.	-0.6	0.1	3.9	-2.0	-3.5	-2.8	0.0	0.0	-0.5	-3.5

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

(EUR billions, unless otherwise indicated; outstanding amounts at end of period; transactions during period)

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2023 Q4	32,386.9	32,041.0	345.9	12,121.5	9,944.6	12,465.4	14,520.1	-4.0	6,656.2	7,576.3	1,147.8	16,219.7
2024 Q1	33,684.6	33,138.9	545.7	12,390.0	10,014.1	13,124.9	15,268.1	-0.5	6,955.1	7,856.7	1,215.1	16,699.7
Q2	34,253.2	33,286.0	967.2	12,398.7	9,921.7	13,540.9	15,549.6	7.1	7,038.9	7,814.7	1,267.6	16,653.6
Q3	34,531.2	33,419.0	1,112.2	12,171.4	9,733.1	13,843.4	15,888.5	-3.9	7,201.3	7,797.4	1,319.0	16,690.5
<i>Outstanding amounts as percentage of GDP</i>												
2024 Q3	230.2	222.7	7.4	81.1	64.9	92.3	105.9	0.0	48.0	52.0	8.8	111.2
<i>Transactions</i>												
2024 Q1	568.3	453.8	114.5	128.2	32.3	172.1	198.5	13.5	253.4	223.1	1.2	-
Q2	180.2	51.3	128.9	-31.7	-104.8	173.1	254.2	16.9	18.1	-98.1	3.7	-
Q3	412.3	274.2	138.0	5.4	-12.7	166.5	217.4	-8.3	252.6	69.5	-4.0	-
Q4	-13.1	-112.9	99.8	-28.0	-16.7	152.0	141.2	20.6	-161.5	-237.4	3.9	-
2024 July	127.8	78.1	49.7	14.4	-11.9	51.9	59.9	-2.2	66.9	30.1	-3.1	-
Aug.	94.1	69.5	24.6	-9.6	-1.9	40.6	64.3	-7.7	73.8	7.1	-3.0	-
Sep.	190.4	126.7	63.7	0.6	1.2	74.0	93.1	1.6	112.0	32.4	2.2	-
Oct.	86.3	49.7	36.6	11.9	7.7	69.5	41.7	20.2	-15.1	0.3	-0.2	-
Nov.	165.8	152.3	13.5	6.8	1.5	38.6	61.7	-1.8	120.9	89.2	1.3	-
Dec.	-265.2	-315.0	49.8	-46.7	-25.9	43.9	37.9	2.2	-267.3	-326.9	2.7	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2024 Dec.	1,147.7	666.5	481.2	74.0	-101.9	663.7	811.2	42.6	362.6	-42.9	4.8	-
<i>12-month cumulated transactions as percentage of GDP</i>												
2024 Dec.	7.6	4.4	3.2	0.5	-0.7	4.4	5.4	0.3	2.4	-0.3	0.0	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	M3											
	M2						M3-M2				Total	
	M1			M2-M1			Total	Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years		Total
	Currency in circulation	Overnight deposits	Total	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	Total					8		9	10	11
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2022	1,538.9	9,758.1	11,297.0	1,366.9	2,565.3	3,932.2	15,229.2	123.0	646.3	49.7	819.0	16,048.2
2023	1,536.2	8,809.4	10,345.6	2,294.1	2,460.4	4,754.6	15,100.2	184.9	739.7	70.8	995.3	16,095.5
2024	1,556.9	9,021.5	10,578.4	2,528.2	2,469.1	4,997.3	15,575.7	253.4	869.4	27.8	1,150.5	16,726.2
2024 Q1	1,526.2	8,740.0	10,266.3	2,440.0	2,427.5	4,867.6	15,133.8	193.9	787.0	72.9	1,053.8	16,187.6
Q2	1,533.9	8,796.3	10,330.3	2,536.0	2,422.7	4,958.7	15,288.9	211.2	815.9	59.2	1,086.3	16,375.2
Q3	1,541.7	8,842.5	10,384.2	2,590.7	2,424.8	5,015.5	15,399.8	238.1	858.7	47.4	1,144.2	16,543.9
Q4 ^(p)	1,556.9	9,021.5	10,578.4	2,528.2	2,469.1	4,997.3	15,575.7	253.4	869.4	27.8	1,150.5	16,726.2
2024 Aug.	1,538.8	8,794.5	10,333.2	2,558.5	2,423.8	4,982.3	15,315.5	243.1	839.9	52.2	1,135.2	16,450.7
Sep.	1,541.7	8,842.5	10,384.2	2,590.7	2,424.8	5,015.5	15,399.8	238.1	858.7	47.4	1,144.2	16,543.9
Oct.	1,545.6	8,892.8	10,438.3	2,555.8	2,427.7	4,983.5	15,421.8	249.7	854.5	50.5	1,154.7	16,576.6
Nov.	1,550.9	8,996.8	10,547.7	2,560.0	2,433.8	4,993.7	15,541.4	245.6	858.1	39.3	1,143.0	16,684.4
Dec.	1,556.9	9,021.5	10,578.4	2,528.2	2,469.1	4,997.3	15,575.7	253.4	869.4	27.8	1,150.5	16,726.2
2025 Jan. ^(p)	1,555.8	9,043.3	10,599.1	2,511.8	2,471.9	4,983.8	15,582.9	267.7	856.9	47.4	1,172.0	16,754.9
Transactions												
2022	69.9	-57.3	12.6	425.5	55.6	481.1	493.7	3.6	2.4	76.8	82.8	576.5
2023	-4.1	-969.2	-973.3	920.6	-99.5	821.2	-152.1	40.3	93.8	23.5	157.6	5.5
2024	21.3	167.9	189.2	201.1	9.0	210.1	399.2	75.7	119.2	-38.6	156.4	555.6
2024 Q1	-9.3	-75.0	-84.3	144.2	-32.4	111.8	27.4	11.0	47.1	7.2	65.3	92.8
Q2	7.7	55.5	63.2	71.5	-4.8	66.8	130.0	16.9	25.9	-13.3	29.4	159.3
Q3	7.8	24.5	32.3	59.4	2.1	61.5	93.8	28.2	38.8	-10.9	56.1	149.9
Q4 ^(p)	15.2	162.8	178.0	-74.0	44.0	-29.9	148.1	19.7	7.4	-21.6	5.5	153.6
2024 Aug.	2.3	18.7	20.9	20.5	1.9	22.4	43.3	17.2	11.4	-5.8	22.8	66.2
Sep.	3.0	50.7	53.7	33.3	1.0	34.3	88.0	-4.7	17.4	-3.4	9.3	97.3
Oct.	3.9	44.4	48.3	-38.5	2.8	-35.7	12.6	10.6	-5.2	3.3	8.7	21.3
Nov.	5.3	97.6	102.9	-1.6	6.0	4.3	107.2	-5.4	2.8	-14.1	-16.7	90.5
Dec.	6.0	20.8	26.8	-33.9	35.3	1.4	28.2	14.5	9.9	-10.8	13.6	41.8
2025 Jan. ^(p)	-1.1	22.2	21.1	-16.1	1.8	-14.3	6.8	18.8	-13.7	19.8	24.9	31.7
Growth rates												
2022	4.8	-0.6	0.1	45.9	2.2	14.0	3.4	2.9	0.4	458.3	11.1	3.7
2023	-0.3	-9.9	-8.6	67.0	-3.9	20.9	-1.0	32.7	14.5	44.4	19.3	0.0
2024	1.4	1.9	1.8	8.8	0.4	4.4	2.6	41.3	16.1	-58.8	15.8	3.4
2024 Q1	-1.1	-7.6	-6.7	49.9	-4.7	16.6	-0.3	69.6	18.1	-16.8	20.8	0.9
Q2	-0.1	-4.0	-3.4	34.8	-3.6	12.7	1.2	62.8	17.0	-29.5	18.9	2.3
Q3	0.5	-1.6	-1.3	22.9	-1.7	9.6	2.0	61.6	19.3	-34.2	21.8	3.2
Q4 ^(p)	1.4	1.9	1.8	8.8	0.4	4.4	2.6	41.3	16.1	-58.8	15.8	3.4
2024 Aug.	0.3	-2.4	-2.0	26.2	-2.3	10.4	1.7	79.1	19.2	-37.4	22.8	2.9
Sep.	0.5	-1.6	-1.3	22.9	-1.7	9.6	2.0	61.6	19.3	-34.2	21.8	3.2
Oct.	0.7	0.1	0.2	16.8	-1.1	7.3	2.4	55.6	18.7	-37.2	20.1	3.4
Nov.	1.1	1.5	1.5	13.3	-0.6	6.1	2.9	39.3	17.7	-48.3	17.0	3.8
Dec.	1.4	1.9	1.8	8.8	0.4	4.4	2.6	41.3	16.1	-58.8	15.8	3.4
2025 Jan. ^(p)	1.5	2.9	2.7	5.7	1.1	3.3	2.9	51.3	12.3	-43.7	14.7	3.6

Sources: ECB.

¹⁾ Data refer to the changing composition of the euro area.

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 ¹⁾

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾					Financial corporations other than MFIs and ICPFs ⁴⁾ 11	Insurance corporations and pension funds ⁴⁾ 12	Other general government ⁴⁾ 13
	Total 1	Overnight 2	With an agreed maturity of up to 2 years 3	Redeemable at notice of up to 3 months 4	Repos 5	Total 6	Overnight 7	With an agreed maturity of up to 2 years 8	Redeemable at notice of up to 3 months 9	Repos 10			
Outstanding amounts													
2022	3,361.5	2,721.2	499.5	134.7	6.2	8,374.2	5,542.6	437.9	2,392.9	0.9	1,282.8	231.5	563.3
2023	3,334.1	2,419.5	771.8	131.3	11.6	8,421.5	5,110.8	1,015.9	2,293.3	1.4	1,223.9	227.0	542.3
2024	3,430.7	2,500.8	791.9	133.7	4.3	8,756.4	5,199.1	1,254.3	2,301.5	1.5	1,304.8	232.1	548.2
2024 Q1	3,337.5	2,381.4	817.7	127.5	10.9	8,455.8	5,056.9	1,133.0	2,264.9	1.0	1,244.8	223.0	540.4
Q2	3,381.9	2,410.2	833.8	127.1	10.8	8,529.1	5,062.8	1,203.4	2,261.6	1.3	1,299.7	221.8	533.8
Q3	3,364.9	2,404.7	823.6	125.6	11.0	8,618.7	5,091.3	1,260.2	2,266.2	1.0	1,331.7	230.1	550.8
Q4 ⁴⁾	3,430.7	2,500.8	791.9	133.7	4.3	8,756.4	5,199.1	1,254.3	2,301.5	1.5	1,304.8	232.1	548.2
2024 Aug.	3,363.8	2,396.1	831.9	126.0	9.7	8,589.5	5,091.2	1,232.9	2,264.4	1.0	1,305.1	218.0	543.5
Sep.	3,364.9	2,404.7	823.6	125.6	11.0	8,618.7	5,091.3	1,260.2	2,266.2	1.0	1,331.7	230.1	550.8
Oct.	3,378.3	2,422.2	815.9	127.5	12.7	8,658.5	5,122.5	1,267.6	2,267.3	0.9	1,319.9	220.5	548.7
Nov.	3,408.8	2,453.8	812.1	129.8	13.2	8,699.3	5,165.8	1,261.5	2,271.2	0.8	1,335.1	229.4	563.5
Dec.	3,430.7	2,500.8	791.9	133.7	4.3	8,756.4	5,199.1	1,254.3	2,301.5	1.5	1,304.8	232.1	548.2
2025 Jan. ⁴⁾	3,431.5	2,473.3	809.4	136.0	12.8	8,751.6	5,203.1	1,245.4	2,301.8	1.3	1,330.6	229.9	551.2
Transactions													
2022	122.9	-89.2	207.7	5.9	-1.5	295.8	166.8	74.9	54.0	0.1	-10.2	6.2	12.5
2023	-31.6	-306.8	271.1	-1.4	5.6	18.9	-459.8	572.6	-94.5	0.6	-64.2	-3.0	-27.8
2024	94.5	75.9	15.6	2.9	0.1	297.5	55.7	233.6	8.2	0.1	54.5	4.0	3.2
2024 Q1	2.1	-40.1	45.1	-3.2	0.3	31.5	-54.8	115.1	-28.4	-0.4	20.6	-4.6	-1.9
Q2	42.0	28.9	13.6	-0.3	-0.2	72.6	5.6	70.0	-3.3	0.2	34.0	-1.5	-8.0
Q3	-11.0	-1.7	-8.1	-1.7	0.4	60.5	-1.9	57.9	4.7	-0.3	38.9	9.3	16.5
Q4 ⁴⁾	61.4	88.9	-35.1	8.1	-0.5	132.9	106.7	-9.6	35.2	0.5	-39.0	0.7	-3.4
2024 Aug.	3.1	0.0	3.3	-0.6	0.3	8.1	0.0	5.7	2.4	0.0	40.2	3.1	3.8
Sep.	1.8	9.0	-8.0	-0.5	1.3	30.5	1.0	27.7	1.8	0.0	28.5	12.6	6.8
Oct.	9.5	15.0	-9.0	1.9	1.6	37.5	29.7	6.8	1.1	0.0	-14.9	-10.0	-2.6
Nov.	26.3	29.0	-5.2	2.3	0.3	38.7	43.7	-8.7	3.8	-0.2	8.7	8.3	14.5
Dec.	25.6	44.9	-20.9	3.9	-2.3	56.8	33.4	-7.7	30.3	0.8	-32.7	2.3	-15.3
2025 Jan. ⁴⁾	0.8	-27.5	17.5	2.3	8.5	-5.7	4.1	-8.9	-0.7	-0.2	30.8	-2.2	3.1
Growth rates													
2022	3.8	-3.2	70.3	4.6	-17.5	3.7	3.1	20.6	2.3	19.9	-0.5	2.8	2.3
2023	-0.9	-11.2	54.2	-1.1	90.8	0.2	-8.3	129.3	-4.0	67.7	-4.9	-1.3	-4.9
2024	2.8	3.1	2.0	2.2	1.8	3.5	1.1	23.0	0.4	6.1	4.4	1.8	0.6
2024 Q1	0.1	-8.3	36.4	-3.4	38.9	0.8	-7.1	101.7	-4.7	11.9	1.3	-2.2	-6.0
Q2	1.8	-3.3	21.4	-3.0	-8.9	2.0	-4.8	71.5	-3.6	48.4	6.8	-2.1	-5.5
Q3	1.6	-1.0	11.5	-4.2	-15.0	2.8	-2.7	47.9	-1.4	21.7	6.9	10.0	-1.6
Q4 ⁴⁾	2.8	3.1	2.0	2.2	1.8	3.5	1.1	23.0	0.4	6.1	4.4	1.8	0.6
2024 Aug.	1.8	-1.9	15.5	-4.0	10.4	2.3	-3.3	51.9	-2.2	16.3	10.3	-1.3	-3.0
Sep.	1.6	-1.0	11.5	-4.2	-15.0	2.8	-2.7	47.9	-1.4	21.7	6.9	10.0	-1.6
Oct.	1.7	0.5	5.9	-2.5	17.5	3.3	-1.2	39.1	-0.9	25.2	7.9	3.6	0.2
Nov.	2.3	1.8	4.5	-1.0	-4.1	3.5	0.2	30.1	-0.4	-3.1	7.8	1.6	4.6
Dec.	2.8	3.1	2.0	2.2	1.8	3.5	1.1	23.0	0.4	6.1	4.4	1.8	0.6
2025 Jan. ⁴⁾	3.1	3.5	0.4	6.2	188.4	3.3	1.7	16.4	0.8	19.1	8.1	2.9	3.5

Sources: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector. These entities are included in MFI balance sheet statistics with financial corporations other than MFIs and insurance corporations and pension funds (ICPFs).

3) Including non-profit institutions serving households.

4) Refers to the general government sector excluding central government.

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ²⁾	To households ²⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
												Total	Adjusted loans^{2)}	7	8	9	10
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2022	6,352.0	1,001.3	5,325.7	15,389.8	12,987.5	13,174.9	5,126.5	6,631.8	1,082.5	146.7	1,565.9	836.4
2023	6,305.3	990.6	5,289.3	15,492.9	13,033.8	13,253.1	5,123.2	6,648.1	1,124.5	138.0	1,560.7	898.4
2024	6,259.1	988.5	5,244.7	15,762.4	13,246.4	13,501.8	5,183.1	6,677.1	1,246.2	140.0	1,578.5	937.5
2024 Q1	6,219.2	976.6	5,217.1	15,546.1	13,046.8	13,278.2	5,116.5	6,641.9	1,151.2	137.2	1,569.2	930.1
Q2	6,195.6	978.6	5,191.2	15,572.4	13,101.2	13,339.7	5,130.7	6,644.8	1,194.9	130.9	1,553.8	917.3
Q3	6,255.2	975.4	5,254.1	15,633.3	13,143.6	13,377.8	5,140.2	6,661.4	1,209.2	132.8	1,561.0	928.7
Q4	6,259.1	988.5	5,244.7	15,762.4	13,246.4	13,501.8	5,183.1	6,677.1	1,246.2	140.0	1,578.5	937.5
2024 Aug.	6,234.3	976.8	5,231.8	15,614.7	13,133.2	13,366.9	5,137.1	6,655.4	1,207.4	133.3	1,556.2	925.3
Sep.	6,255.2	975.4	5,254.1	15,633.3	13,143.6	13,377.8	5,140.2	6,661.4	1,209.2	132.8	1,561.0	928.7
Oct.	6,246.0	986.6	5,233.6	15,668.5	13,166.0	13,415.8	5,144.3	6,660.6	1,225.4	135.7	1,573.0	929.6
Nov.	6,276.4	990.4	5,260.2	15,686.4	13,179.3	13,419.7	5,149.8	6,673.8	1,221.2	134.5	1,576.0	931.1
Dec.	6,259.1	988.5	5,244.7	15,762.4	13,246.4	13,501.8	5,183.1	6,677.1	1,246.2	140.0	1,578.5	937.5
2025 Jan.	6,306.9	996.4	5,284.6	15,808.8	13,281.6	13,527.7	5,194.6	6,696.4	1,253.9	136.8	1,577.0	950.1
Transactions												
2022	173.8	8.5	163.8	636.4	623.8	680.5	269.0	241.8	126.3	-13.3	18.6	-5.9
2023	-161.1	-17.4	-144.0	65.2	24.5	72.3	-5.7	7.7	30.7	-8.2	-4.6	45.4
2024	-63.1	-1.4	-62.2	269.6	228.7	271.0	76.6	44.7	105.6	1.8	9.1	31.7
2024 Q1	-61.8	-11.6	-50.4	61.6	31.1	44.6	-2.2	-2.7	36.8	-0.8	8.6	22.0
Q2	-2.8	2.4	-5.4	18.2	37.6	47.8	16.3	5.2	22.5	-6.5	-15.1	-4.3
Q3	-4.4	-3.2	-1.2	68.3	59.8	53.5	18.7	20.0	19.0	2.1	3.7	4.8
Q4	5.9	11.0	-5.2	121.5	100.3	125.2	43.9	22.3	27.2	6.9	12.0	9.2
2024 Aug.	9.3	2.8	6.5	23.5	15.2	15.9	12.8	10.7	-9.5	1.2	9.6	-1.3
Sep.	-5.1	-1.6	-3.6	21.3	15.5	14.6	5.4	7.7	2.8	-0.4	3.7	2.0
Oct.	6.9	8.6	-1.7	36.5	22.2	41.1	5.9	-0.1	13.6	2.8	11.5	2.8
Nov.	-6.5	4.8	-11.3	5.7	6.3	-3.1	3.5	14.0	-9.9	-1.2	-1.5	0.9
Dec.	5.6	-2.4	7.9	79.3	71.9	87.2	34.5	8.4	23.6	5.4	2.0	5.5
2025 Jan.	51.4	7.9	43.5	42.5	40.7	31.1	14.9	21.0	7.8	-3.1	-2.0	3.9
Growth rates												
2022	2.7	0.9	3.0	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.4	-7.9	1.2	-0.6
2023	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.5	-0.1	0.1	2.8	-5.5	-0.3	5.3
2024	-1.0	-0.1	-1.2	1.7	1.8	2.0	1.5	0.7	9.4	1.3	0.6	3.5
2024 Q1	-2.6	-1.6	-2.8	0.8	0.4	0.8	-0.2	-0.2	6.6	-1.3	1.1	7.0
Q2	-1.4	-0.4	-1.6	0.9	0.9	1.1	0.3	0.3	8.4	-8.5	-1.1	4.6
Q3	-1.2	-0.9	-1.2	1.2	1.3	1.6	0.8	0.6	8.5	-3.7	-1.5	4.2
Q4	-1.0	-0.1	-1.2	1.7	1.8	2.0	1.5	0.7	9.4	1.3	0.6	3.5
2024 Aug.	-1.1	-0.6	-1.2	1.2	1.3	1.6	0.6	0.5	9.6	1.5	-1.6	4.0
Sep.	-1.2	-0.9	-1.2	1.2	1.3	1.6	0.8	0.6	8.5	-3.7	-1.5	4.2
Oct.	-0.8	-0.1	-1.0	1.2	1.2	1.7	0.8	0.5	7.9	0.2	-0.1	3.7
Nov.	-0.7	0.6	-1.0	1.3	1.2	1.5	1.0	0.5	6.3	0.0	0.2	4.8
Dec.	-1.0	-0.1	-1.2	1.7	1.8	2.0	1.5	0.7	9.4	1.3	0.6	3.5
2025 Jan.	0.3	1.2	0.2	2.0	2.2	2.3	2.0	1.2	9.5	1.8	-0.9	3.1

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) Adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

3) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector. These entities are included in MFI balance sheet statistics with financial corporations other than MFIs and insurance corporations and pension funds (ICPFs).

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

5.4 MFI loans to euro area non-financial corporations and households ¹⁾

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	Total	Adjusted loans ⁴⁾				Total	Adjusted loans ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2022	5,126.5	5,126.4	960.0	1,076.9	3,089.6	6,631.8	6,832.5	715.1	5,214.2	702.6
2023	5,123.2	5,138.3	907.2	1,090.3	3,125.8	6,648.1	6,866.2	731.3	5,228.8	688.0
2024	5,183.1	5,204.0	921.7	1,099.1	3,162.3	6,677.1	6,928.6	745.0	5,255.2	676.9
2024 Q1	5,116.5	5,132.7	885.4	1,089.6	3,141.5	6,641.9	6,873.4	738.9	5,221.4	681.6
Q2	5,130.7	5,148.1	902.5	1,088.0	3,140.2	6,644.8	6,880.6	737.5	5,227.1	680.1
Q3	5,140.2	5,162.3	912.5	1,090.1	3,137.7	6,661.4	6,899.1	742.3	5,245.1	674.0
Q4	5,183.1	5,204.0	921.7	1,099.1	3,162.3	6,677.1	6,928.6	745.0	5,255.2	676.9
2024 Aug.	5,137.1	5,145.1	906.9	1,086.7	3,143.6	6,655.4	6,890.7	741.5	5,239.5	674.3
Sep.	5,140.2	5,162.3	912.5	1,090.1	3,137.7	6,661.4	6,899.1	742.3	5,245.1	674.0
Oct.	5,144.3	5,162.7	920.8	1,088.3	3,135.3	6,660.6	6,907.1	741.8	5,240.6	678.2
Nov.	5,149.8	5,166.2	919.2	1,087.4	3,143.3	6,673.8	6,918.6	741.3	5,250.4	682.1
Dec.	5,183.1	5,204.0	921.7	1,099.1	3,162.3	6,677.1	6,928.6	745.0	5,255.2	676.9
2025 Jan.	5,194.6	5,208.5	924.8	1,102.7	3,167.0	6,696.4	6,941.7	747.5	5,271.7	677.3
Transactions										
2022	269.0	308.3	78.0	77.3	113.7	241.8	250.0	23.2	217.7	0.9
2023	-5.7	24.2	-44.0	10.3	27.9	7.7	26.5	18.9	10.1	-21.3
2024	76.6	87.8	21.1	14.3	41.2	44.7	77.0	26.6	28.3	-10.1
2024 Q1	-2.2	0.9	-16.6	-0.6	14.9	-2.7	9.2	8.4	-6.1	-5.0
Q2	16.3	19.0	17.1	-0.6	-0.2	5.2	10.9	0.4	5.9	-1.1
Q3	18.7	22.7	13.6	4.5	0.6	20.0	20.7	7.1	17.9	-5.1
Q4	43.9	45.2	7.0	11.0	25.8	22.3	36.3	10.7	10.6	1.0
2024 Aug.	12.8	4.4	6.8	0.6	5.4	10.7	7.5	2.5	9.0	-0.8
Sep.	5.4	19.1	6.5	4.5	-5.6	7.7	9.1	1.8	5.9	0.0
Oct.	5.9	4.8	6.5	-1.2	0.7	-0.1	9.3	3.4	-3.1	-0.4
Nov.	3.5	1.0	-2.7	-1.0	7.1	14.0	12.2	1.9	9.1	3.0
Dec.	34.5	39.3	3.2	13.2	18.0	8.4	14.7	5.4	4.6	-1.6
2025 Jan.	14.9	7.4	3.0	5.3	6.6	21.0	15.1	3.0	17.4	0.6
Growth rates										
2022	5.5	6.4	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.1
2023	-0.1	0.5	-4.6	1.0	0.9	0.1	0.4	2.6	0.2	-3.0
2024	1.5	1.7	2.4	1.3	1.3	0.7	1.1	3.7	0.5	-1.5
2024 Q1	-0.2	0.3	-4.1	-0.2	1.0	-0.2	0.2	3.3	-0.2	-3.1
Q2	0.3	0.7	-0.8	0.0	0.7	0.3	0.3	2.7	0.4	-2.5
Q3	0.8	1.3	2.0	0.7	0.4	0.6	0.6	2.7	0.6	-2.2
Q4	1.5	1.7	2.4	1.3	1.3	0.7	1.1	3.7	0.5	-1.5
2024 Aug.	0.6	1.0	0.9	0.2	0.6	0.5	0.5	2.9	0.6	-2.5
Sep.	0.8	1.3	2.0	0.7	0.4	0.6	0.6	2.7	0.6	-2.2
Oct.	0.8	1.4	2.7	0.3	0.4	0.5	0.8	3.1	0.4	-1.9
Nov.	1.0	1.2	2.4	0.4	0.7	0.5	0.9	3.2	0.4	-1.5
Dec.	1.5	1.7	2.4	1.3	1.3	0.7	1.1	3.7	0.5	-1.5
2025 Jan.	2.0	2.0	4.3	1.7	1.4	1.2	1.3	3.9	1.1	-1.1

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector. These entities are included in MFI balance sheet statistics with financial corporations other than MFIs and insurance corporations and pension funds (ICPFs).

3) Including non-profit institutions serving households.

4) Adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

5 Financing conditions and credit developments

5.5 Counterparts to M3 other than credit to euro area residents ¹⁾

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	MFI liabilities					MFI assets				
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents				Net external assets	Other			
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years		Capital and reserves	Total	Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2022	639.4	6,731.2	1,783.0	45.7	2,109.0	2,793.4	1,332.5	344.5	137.2	147.2
2023	447.4	7,327.2	1,827.5	90.2	2,413.8	2,995.6	1,858.1	213.8	152.1	152.6
2024	377.9	7,833.7	1,843.9	116.5	2,588.3	3,285.0	2,688.6	227.7	140.4	135.9
2024 Q1	395.4	7,457.0	1,829.0	103.9	2,488.6	3,035.6	2,051.2	223.5	178.0	174.2
Q2	410.5	7,526.1	1,828.2	109.9	2,526.1	3,061.9	2,243.8	300.1	182.6	176.5
Q3	402.8	7,679.4	1,833.1	114.3	2,541.1	3,190.9	2,490.4	247.2	184.9	188.5
Q4 ^(a)	377.9	7,833.7	1,843.9	116.5	2,588.3	3,285.0	2,688.6	227.7	140.4	135.9
2024 Aug.	419.2	7,609.0	1,822.6	112.7	2,534.0	3,139.7	2,397.7	232.2	193.2	170.7
Sep.	402.8	7,679.4	1,833.1	114.3	2,541.1	3,190.9	2,490.4	247.2	184.9	188.5
Oct.	445.4	7,753.3	1,832.3	115.7	2,561.1	3,244.3	2,599.6	261.2	169.6	172.2
Nov.	424.2	7,805.9	1,839.8	115.9	2,575.6	3,274.6	2,641.7	310.1	176.8	164.0
Dec.	377.9	7,833.7	1,843.9	116.5	2,588.3	3,285.0	2,688.6	227.7	140.4	135.9
2025 Jan. ^(a)	404.4	7,921.5	1,840.1	117.4	2,591.5	3,372.5	2,757.3	207.8	163.2	146.6
Transactions										
2022	-93.4	51.9	-88.8	-4.6	13.2	132.2	-69.0	-206.2	10.4	18.0
2023	-198.2	324.3	25.2	40.0	227.0	32.1	457.2	-229.7	17.1	9.0
2024	-69.1	283.8	16.3	26.2	164.1	77.2	564.7	-0.8	-11.7	-16.7
2024 Q1	-51.7	109.9	4.1	13.6	88.4	3.7	137.2	13.9	25.9	21.5
Q2	15.7	42.8	-0.8	6.0	31.8	5.8	149.4	53.0	4.6	2.3
Q3	-7.7	64.1	7.5	4.4	38.2	14.0	173.8	-31.3	2.4	12.0
Q4 ^(a)	-25.4	67.1	5.5	2.2	5.7	53.7	104.2	-36.4	-44.5	-52.6
2024 Aug.	14.4	26.5	2.4	1.1	20.1	2.9	46.4	27.9	26.4	15.8
Sep.	-16.4	31.9	11.1	1.6	12.8	6.4	61.6	35.0	-8.3	17.8
Oct.	42.5	11.2	-3.0	1.4	5.2	7.6	42.1	-10.4	-15.3	-16.3
Nov.	-21.5	5.4	5.5	0.2	-0.5	0.2	10.5	64.8	7.2	-8.2
Dec.	-46.5	50.5	3.0	0.6	1.0	45.9	51.6	-90.7	-36.3	-28.1
2025 Jan. ^(a)	26.5	22.1	-3.8	1.8	5.2	18.9	0.0	-13.6	22.8	10.6
Growth rates										
2022	-12.7	0.8	-4.8	-13.0	0.5	4.6	-	-	7.8	12.7
2023	-30.8	4.7	1.4	80.3	10.7	1.1	-	-	12.4	6.0
2024	-15.5	3.8	0.9	29.1	6.8	2.4	-	-	-7.7	-10.9
2024 Q1	-31.8	5.0	1.4	89.7	11.7	0.6	-	-	18.6	7.1
Q2	-16.1	4.4	0.7	78.5	9.8	0.9	-	-	9.6	4.3
Q3	-11.2	3.8	0.0	54.7	9.2	0.6	-	-	20.5	15.4
Q4 ^(a)	-15.5	3.8	0.9	29.1	6.8	2.4	-	-	-7.7	-10.9
2024 Aug.	-4.6	3.9	0.2	63.4	9.2	0.6	-	-	17.9	7.6
Sep.	-11.2	3.8	0.0	54.7	9.2	0.6	-	-	20.5	15.4
Oct.	0.6	3.6	0.1	47.0	8.3	0.8	-	-	5.5	13.7
Nov.	0.2	3.4	0.7	37.4	7.6	0.8	-	-	5.7	1.2
Dec.	-15.5	3.8	0.9	29.1	6.8	2.4	-	-	-7.7	-10.9
2025 Jan. ^(a)	-10.1	3.2	0.6	23.5	5.4	2.2	-	-	0.0	-8.2

Sources: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) Comprises central government holdings of deposits with the MFI sector and of securities issued by the MFI sector.

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

(as a percentage of GDP; flows during one-year period)

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item:
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	Primary deficit (-)/surplus (+)
	1	2	3	4	5	6
2020	-7.0	-5.7	-0.4	0.0	-0.9	-5.5
2021	-5.1	-5.1	0.0	0.0	0.0	-3.7
2022	-3.5	-3.7	0.0	0.0	0.3	-1.8
2023	-3.6	-3.6	-0.2	-0.2	0.4	-1.8
2023 Q4	-3.6	.	.	.	.	-1.8
2024 Q1	-3.6	.	.	.	.	-1.8
Q2	-3.5	.	.	.	.	-1.6
Q3	-3.2	.	.	.	.	-1.4

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.

6.2 Revenue and expenditure

(as a percentage of GDP; flows during one-year period)

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure					Capital expenditure
		Total	Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Total	Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	46.6	46.1	12.7	12.9	15.4	0.5	53.6	48.9	10.7	6.0	1.5	25.1	4.7
2021	46.9	46.2	13.0	13.2	15.0	0.8	52.0	46.9	10.3	6.0	1.4	23.7	5.1
2022	46.5	45.8	13.3	12.9	14.6	0.8	50.0	44.8	9.8	5.9	1.7	22.4	5.2
2023	46.0	45.1	13.2	12.3	14.6	0.8	49.5	44.2	9.8	5.9	1.7	22.3	5.3
2023 Q4	46.0	45.1	13.2	12.3	14.6	0.8	49.5	44.2	9.8	5.9	1.7	22.3	5.3
2024 Q1	46.0	45.2	13.2	12.3	14.6	0.8	49.5	44.2	9.8	5.9	1.8	22.4	5.3
Q2	46.2	45.4	13.3	12.3	14.7	0.8	49.6	44.4	9.9	5.9	1.8	22.6	5.3
Q3	46.4	45.5	13.3	12.4	14.7	0.8	49.6	44.5	9.9	6.0	1.9	22.7	5.1

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.

6.3 Government debt-to-GDP ratio

(as a percentage of GDP; outstanding amounts at end of period)

	Total	Financial instrument			Holder		Original maturity		Residual maturity			Currency		
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
	1	2	3	4	Total	MFIs	7	8	9	10	11	12	13	14
2020	96.5	3.1	14.5	78.8	53.9	38.8	42.6	11.1	85.4	18.7	30.7	47.1	94.8	1.6
2021	93.8	2.9	13.8	77.1	54.4	40.9	39.4	9.8	84.1	17.3	29.8	46.8	92.4	1.4
2022	89.5	2.6	13.1	73.7	52.5	39.6	37.0	8.7	80.8	16.0	28.4	45.2	88.5	1.0
2023	87.4	2.4	12.2	72.8	49.3	35.9	38.1	7.9	79.5	15.0	28.1	44.3	86.6	0.8
2023 Q4	87.4	2.4	12.2	72.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2024 Q1	87.9	2.3	12.0	73.6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	88.2	2.2	11.9	74.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88.2	2.2	11.8	74.1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.

6 Fiscal developments

6.4 Annual change in the government debt-to-GDP ratio and underlying factors ¹⁾

(as a percentage of GDP; flows during one-year period)

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment								Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume	Other		
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2020	12.9	5.5	2.2	2.5	2.0	0.5	-0.1	0.1	-0.3	0.0	5.2	9.5
2021	-2.7	3.7	-0.1	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.7	-6.2	5.0
2022	-4.3	1.8	-0.2	-0.2	-0.7	0.3	0.1	0.1	0.6	-0.6	-5.9	2.7
2023	-2.1	1.8	-0.4	-0.4	-0.5	-0.2	0.1	0.1	0.6	-0.5	-3.6	2.6
2023 Q4	-2.1	1.8	-0.4	-0.4	-0.5	-0.2	0.1	0.1	0.6	-0.5	-3.6	2.6
2024 Q1	-1.4	1.8	-0.5	-0.7	-0.8	-0.1	0.1	0.1	0.4	-0.3	-2.6	2.6
Q2	-0.6	1.6	-0.3	-0.5	-0.6	-0.1	0.1	0.1	0.3	-0.1	-2.0	2.8
Q3	-0.2	1.4	0.0	-0.3	-0.4	0.0	0.1	0.1	0.3	0.0	-1.6	3.0

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.

1) Intergovernmental lending in the context of the financial crisis is consolidated except in quarterly data on the deficit-debt adjustment.

2) Calculated as the difference between the government debt-to-GDP ratios at the end of the reference period and a year earlier.

6.5 Government debt securities ¹⁾

(debt service as a percentage of GDP; flows during debt service period; average nominal yields in percentages per annum)

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts				Transactions		
		Total	Maturities of up to 3 months	Total	Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate		Issuance	Redemption
										Total	Maturities of up to 1 year		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	12.9	11.7	4.1	1.2	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.9	2.0	1.1	0.5
2023	12.9	11.6	4.1	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9
2024	12.9	11.5	4.3	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	1.9	2.2	1.9	3.5	2.9
2024 Q1	12.8	11.4	3.8	1.3	0.3	8.3	2.0	1.3	2.1	2.1	1.5	3.7	2.5
Q2	13.0	11.6	3.6	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.1	2.1	1.6	3.8	2.8
Q3	13.0	11.5	3.9	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	2.3	2.1	1.6	3.7	2.9
Q4	12.9	11.5	4.3	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	1.9	2.2	1.9	3.5	2.9
2024 Aug.	13.0	11.6	4.1	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	2.1	2.1	1.6	3.8	2.8
Sep.	13.0	11.5	3.9	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	2.3	2.1	1.6	3.7	2.9
Oct.	13.2	11.7	3.8	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	2.0	2.1	1.8	3.6	2.9
Nov.	13.0	11.6	3.7	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	2.0	2.1	1.8	3.6	2.9
Dec.	12.9	11.5	4.3	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	1.9	2.2	1.9	3.5	2.9
2025 Jan.	12.9	11.4	4.1	1.5	0.4	8.2	2.1	1.3	2.0	2.2	1.9	3.5	2.9

Source: ECB.

1) At face value and not consolidated within the general government sector.

2) Excludes future payments on debt securities not yet outstanding and early redemptions.

3) Residual maturity at the end of the period.

4) Outstanding amounts at the end of the period; transactions as 12-month average.

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

(as a percentage of GDP; flows during one-year period and outstanding amounts at end of period)

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2020	-9.0	-4.4	-5.4	-4.9	-9.6	-9.9	-8.9	-7.2	-9.4	-5.6
2021	-5.4	-3.2	-2.6	-1.4	-6.9	-6.7	-6.6	-2.6	-8.9	-1.6
2022	-3.6	-2.1	-1.1	1.7	-2.5	-4.6	-4.7	0.1	-8.1	2.6
2023	-4.2	-2.6	-2.8	1.5	-1.3	-3.5	-5.5	-0.9	-7.2	2.0
2023 Q4	-4.2	-2.6	-2.8	1.5	-1.3	-3.5	-5.5	-0.9	-7.2	2.0
2024 Q1	-4.1	-2.7	-3.0	1.4	-0.6	-3.7	-5.6	-0.8	-6.6	3.7
Q2	-4.2	-2.6	-3.5	1.9	0.3	-3.3	-5.7	-1.7	-6.1	4.3
Q3	-4.5	-2.6	-3.1	5.0	1.1	-3.2	-6.0	-2.0	-5.1	4.2
Government debt										
2020	111.2	68.0	19.1	57.0	209.4	119.3	114.8	86.5	154.3	113.6
2021	108.4	68.1	18.4	52.6	197.3	115.7	112.7	78.2	145.7	96.5
2022	102.6	65.0	19.1	43.1	177.0	109.5	111.2	68.5	138.3	81.0
2023	103.1	62.9	20.2	43.3	163.9	105.1	109.9	61.8	134.8	73.6
2023 Q4	103.1	62.9	20.2	43.3	163.9	105.1	110.0	61.8	134.8	73.6
2024 Q1	106.6	62.6	24.1	42.5	161.8	106.3	110.8	62.0	135.2	72.6
Q2	106.6	61.9	23.8	42.7	160.0	105.3	112.4	60.0	136.9	70.5
Q3	105.6	62.4	24.0	42.2	158.2	104.3	113.8	59.7	136.3	69.7
Government deficit (-)/surplus (+)										
2020	-4.1	-6.3	-3.1	-8.7	-3.6	-8.2	-5.8	-7.7	-5.3	-5.5
2021	-7.2	-1.1	1.0	-7.0	-2.2	-5.7	-2.8	-4.6	-5.1	-2.7
2022	-4.9	-0.7	0.2	-5.2	0.0	-3.3	-0.3	-3.0	-1.7	-0.2
2023	-2.4	-0.7	-0.7	-4.5	-0.4	-2.6	1.2	-2.6	-5.2	-3.0
2023 Q4	-2.4	-0.7	-0.8	-4.6	-0.4	-2.6	1.2	-2.6	-5.2	-3.0
2024 Q1	-1.9	-0.6	-0.1	-3.8	-0.3	-2.8	0.9	-2.0	-5.1	-3.5
Q2	-1.8	-0.9	-0.1	-3.5	-0.4	-3.3	1.2	-2.0	-5.5	-4.1
Q3	-1.1	-1.4	0.0	-2.9	-0.3	-3.7	1.0	-1.8	-4.6	-4.7
Government debt										
2020	44.0	45.9	24.5	48.7	53.3	83.2	134.1	80.2	58.4	75.4
2021	45.9	43.3	24.4	49.6	50.4	82.4	123.9	74.8	60.2	73.2
2022	44.4	38.1	24.6	49.4	48.3	78.4	111.2	72.7	57.7	74.0
2023	45.0	37.3	25.5	47.4	45.1	78.6	97.9	68.4	56.1	77.1
2023 Q4	45.0	37.3	25.6	47.7	45.2	78.6	97.9	68.4	56.1	77.3
2024 Q1	46.3	39.1	27.1	47.3	44.0	80.9	99.4	70.0	60.6	78.1
Q2	46.4	37.4	26.8	46.4	43.3	82.9	100.7	69.5	60.4	80.1
Q3	47.7	38.4	26.6	45.3	42.2	83.2	97.5	66.9	60.3	81.5

Source: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2024

Naslov 60640 Frankfurt na Majni, Nemčija
Telefon +49 69 1344 0
Spletna stran www.ecb.europa.eu

Vse pravice so pridržane. Razmnoževanje v izobraževalne in nekomercialne namene je dovoljeno ob navedbi vira.

Za pripravo tega biltena je odgovoren Izvršilni odbor ECB. Prevode pripravljajo in objavljajo nacionalne centralne banke.

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 5. marec 2025.

Za specifično terminologijo in kratice glej [glosar ECB](#).

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-01-25-080-SL-N (pdf)